



PENINGAMÁL

2014 • 1

Efnisyfirlit

- 3 *Yfirlýsing peningastefnunefndar*
- 5 *Þróun og horfur í efnahags- og peningamálum – Uppfærð spá*
Verðbólguhorfur batna á þessu ári en versna á næstu tveimur árum þegar slaki í þjóðarbúskapnum breytist í spennu

Viðauki 1: Yfirlit þjóðhags- og verðbólguáhrifa 2014/1

Viðauki 2: Efnahagsleg áhrif aðgerða stjórnvalda til lækkunar húsnæðisskulda heimila

Viðauki 3: Greinargerð til ríkisstjórnar um verðbólgu umfram frávíkismörk, 7. janúar 2014

Markmið peningastefnu Seðlabanka Íslands er að stuðla að almennri efnahagslegri velferð á Íslandi. Það gerir Seðlabankinn með því að stuðla að stöðugu verðlagi sem er meginmarkmið hans. Í sameiginlegri yfirlýsingu ríkisstjórnar og Seðlabanka Íslands frá 27. mars 2001 er þetta skýrt svo að Seðlabankinn stefni að því að árleg verðbólga, reiknuð sem hækkun vísitölu neysluverðs á tólf mánuðum, verði að jafnaði sem næst 2½%.

Fagleg greining og gagnsæi eru mikilvægar forsendur trúverðugrar peningastefnu. Með útgáfu ritsins *Peningamála* leitast Seðlabankinn við að uppfylla þau skilyrði. Í ritinu birtist tvisvar á ári, í byrjun maí og byrjun nóvember, ítarleg greining á framvindu og horfum í efnahagsmálum. Í febrúar og ágúst, birtist uppfærð spá með stuttri umfjöllun um þróun og horfur í efnahags- og peningamálum. Vaxtaákvörðanir peningastefnufundar Seðlabankans byggjast meðal annars á þessari greiningu. Með útgáfunni leitast bankinn einnig við að standa reikningsskil gerða sinna gagnvart stjórnvöldum og almenningi.

Umgjörð peningastefnunnar, framkvæmd hennar og stjórnækjum er nánar lýst á slóðinni www.sedlabanki.is/?PageID=3

Útgefandi:

Seðlabanki Íslands, Kalkofnsvegi 1, 150 Reykjavík.

Sími: 569 9600, símbref: 569 9605

Netfang: sedlabanki@sedlabanki.is

Veffang: www.sedlabanki.is

Ritstjórn:

Þórarinn G. Pétursson, formaður

Rannveig Sigurðardóttir

Sigríður Benediktsdóttir

Sturla Pálsson

Tómas Örn Kristinsson

Helga Guðmundsdóttir

55. rit. Febrúar 2014

ISSN 1605-9468, prentuð útgáfa

ISSN 1670-4371, vefrit

Öllum er frjálst að nota efni úr *Peningamálum* en þess er óskað að getið sé heimildar.

Merking tákna:

- * Bráðabirgðatala eða áætlun.
- 0 Minna en helmingur einingar.
- Núll, þ.e. ekkert.
- ... Upplýsingar vantar eða tala ekki til.
- . Tala á ekki við.

Yfirlýsing peningastefnunefndar 12. febrúar 2014

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að halda vöxtum bankans óbreyttum.

Áætlað er að hagvöxtur í fyrra hafi verið töluvert meiri en Seðlabankinn spáði í nóvember síðastliðnum. Samrýmist það vísbendingum um sterkan bata á vinnumarkaði sem áður voru komnar fram. Samkvæmt spá Seðlabankans sem birtist í dag mun hagvöxtur aukast á næstu tveimur árum og slaki í þjóðarbúskapnum hverfa fyrir en áður var talið.

Gengi krónunnar hefur hækkað á síðustu vikum þrátt fyrir umtalsverð gjaldeyriskaup Seðlabankans. Launakostnaður á framleidda einingu hækkar minna í ár en áður var spáð, að því gefnu að meginniðurstöður kjarasamninga sem gerðir voru fyrir áramót gildi fyrir vinnumarkaðinn í heild. Verðbólga á þessu ári verður því minni en áður var talið og nálægt markmiði. Verðbólguhorfur til næstu tveggja ára hafa hins vegar versnað frá nóvemberspá bankans þar sem horfur eru á að slaki í þjóðarbúskapnum snúist í spennu á tímabilinu.

Aðgerðir til þess að lækka verðtryggðar skuldir heimila munu hafa nokkur áhrif á efnahagshorfur næstu ára. Þær munu að óbreyttu auka einkaneyslu og innflutning og draga úr þjóðhagslegum sparnaði og viðskiptaafgangi, sem stuðlar að lægra gengi krónunnar en ella.

Horfur á meiri vexti innlendar eftirspurnar munu að öðru óbreyttu krefjast þess að taumhald peningastefnunnar verði hert fyrir og meir en áður hafði verið búist við. Á móti gætu komið aðrar aðgerðir sem leggjast á sveif með peningastefnunni. Þar skiptir miklu máli hvaða stefnu verður fylgt í ríkisfjármálum á komandi árum. Einnig gætu endurbætur sem styrkja framboðshlið þjóðarbúsins dregið úr framleiðsluspennu og þar með úr verðbólguáhrifum aukinnar eftirspurnar.

Að því marki sem verðbólga hjaðnar frekar mun taumhald peningastefnunnar herðast án frekari vaxtabreytinga. Samkvæmt verðbólguþá bankans munu nafnvextir hans þó að óbreyttu þurfa að hækka þegar nær dregur því að slaki snúist í spennu. Þróun nafnvaxta bankans ræðst því sem áður af framvindu verðbólgu.

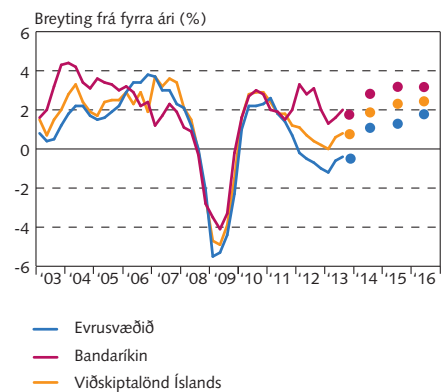
Verðbólguhorfur batna á þessu ári en versna á næstu tveimur árum þegar slaki í þjóðarbúskapnum breytist í spennu

Alþjóðlegar hagvaxtarhorfur hafa skánað frá útgáfu Peningamála í nóvember þótt óvissa sé áfram mikil, sérstaklega í tengslum við ágjöf sem ýmis nýmarkaðsríki hafa orðið fyrir nýlega. Horfur um viðskiptakjör þjóðarbúsins hafa einnig batnað en útflutningshorfur hafa versnað, sérstaklega vegna lakari horfa um loðnuveiði í ár. Áætlað er að hagvöxtur í fyrra hafi verið töluvert meiri en áður hafði verið gert ráð fyrir eða 3% í stað 2,3% í nóvemberspánni. Skýrist það af mun hagstæðara framlagi utanríkisviðskipta en innlend eftirspurn þróaðist í takt við nóvemberspána. Efnahagshorfur litast mjög af áhrifum fyrirhugaðra aðgerða stjórnvalda til lækkunar húsnæðisskuldna og annarra aðgerða stjórnvalda til að örva eftirspurn. Eins og rakið er í sérstökum viðauka er talið að skuldalækkunin muni auka einkaneyslu töluvert á næstu misserum. Aukin eftirspurn mun jafnframt koma fram í auknum innflutningi og draga úr þjóðhagslegum sparnaði og viðskiptaafgangi. Hagvaxtaráhrif aðgerðanna verða því minni en áhrifin á innlenda eftirspurn. Eins og í nóvember er gert ráð fyrir að hagvöxtur verði 2,6% á þessu ári. Vegast þar á áhrif eftirspurnarhvetjandi aðgerða stjórnvalda annars vegar og horfur um minni vöxt útflutnings hins vegar. Uppbygging orkufreks iðnaðar hefur einnig tafist. Horfur um hagvöxt á næstu tveimur árum hafa batnað töluvert og er gert ráð fyrir 3,7% hagvexti á næsta ári og 3% hagvexti árið 2016. Gangi spáin eftir verður hagvöxtur að meðaltali um 3,1% á ári á spátímanum sem er meiri vöxtur en að meðaltali undanfarin þrjátíu ár og töluvert meiri vöxtur en spáð er í helstu viðskiptalöndum Íslands. Batinn á vinnumarkaði hefur einnig reynst meiri en spáð var. Sakir kröftugri hagvaxtar minnkar slakinn í þjóðarbúskapnum hraðar en áður hafði verið talið og gæti snúist í spennu á fyrrihluta næsta árs. Spáð er að verðbólga verði minni á þessu ári en í síðustu spá vegna hærra gengis krónunnar og minni hækkunar launakostnaðar á framleidda einingu. Gangi forsendur um þróun launa og gengis eftir verður verðbólga í námunda við verðbólgu markmiðið á þessu ári. Þegar áhrif nýliðinnar gengishækkunar fjara út og framleiðslulaki snýst í spennu gæti verðbólga aukist á ný og orðið um nokkra hrið yfir verðbólgu markmiðinu. Samkvæmt spánni verður hún mest um 3½% seint á næsta ári en hjaðnar síðan á árinu 2016 vegna stífara taumhalds peningastefnunnar. Gangi spáin eftir verður verðbólga eitthvað yfir markmiði í lok spátímans en markmiðið er þó vel innan þeirra marka sem talið er að 50% líkur séu á að verðbólgan verði.

Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti

- Frá útgáfu Peningamála í nóvember hafa hagvísar fyrir evrusvæðið að mestu þróast í samræmi við væntingar markaðsaðila. Landsframleiðslan jókst lítillega milli fjórðunga, annan fjórðunginn í röð, en er enn að dragast saman um 0,4% milli ára. Batinn er þó mismikill eftir löndum innan myntsvæðisins, þótt fyrstu batamerkja gæti einnig á suðurhluta svæðisins. Svo virðist sem batinn sé einnig að sækja í sig veðrið í Bandaríkjunum og á Bretlandi og jókst landsframleiðslan í báðum löndum um tæplega 1% milli fjórðunga á þriðja ársfjórðungi. Árshagvöxtur mælist hins vegar enn tiltölulega lítill eða 1,8% í Bandaríkjunum og 1,5% í Bretlandi. Árshagvöxtur tók einnig nokkurn kipp í Japan, eftir 0,5% aukningu landsframleiðslu milli fjórðunga, og mældist 2,6%.
- Á heildina litið virðast hagvaxtarhorfur í heiminum heldur hafa skánað. Í nýrri spá frá því í janúar sl. gerir Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn t.d. ráð fyrir um 3,7% hagvexti í heiminum í ár og 3,9% á næsta

Mynd 1
Hagvöxtur meðal nokkurra iðnríkja¹



1. Punktar sýna spár Consensus Forecasts og Global Insight fyrir árin 2013-2016.

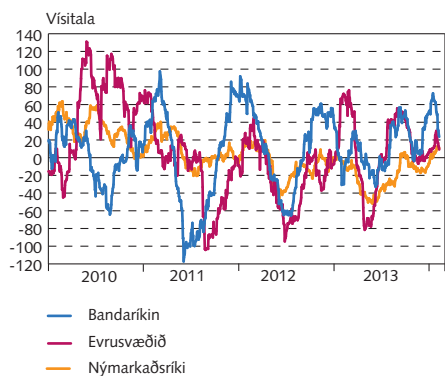
Heimildir: Consensus Forecasts, Global Insight, Macrobond.

1. Greiningin sem hér birtist byggist í meginatriðum á mati bankans á þróun efnahagsmála sem birtist í Peningamálum 2013/4 í nóvember sl. og þeirri uppfærðu spá sem hér er birt. Hún er byggð á gögnum sem lágu fyrir í byrjun febrúar.

Mynd 2

Vísitala um óvænta þróun hagvísar¹

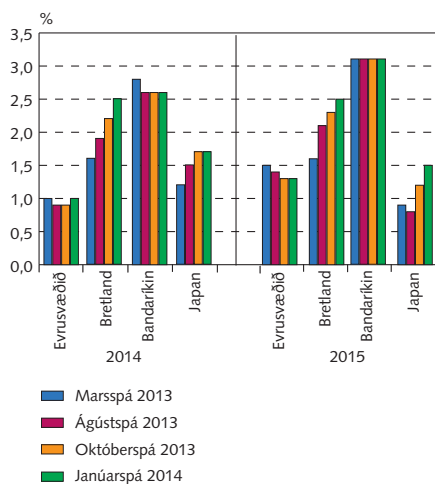
Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 7. febrúar 2014



1. Þegar vísitalan er undir 0 eru hagvísar verri en gert hafði verið ráð fyrir og á móti sýnir vísitala yfir 0 að hagvísar eru jákvæðari en gert hafði verið ráð fyrir. Vísitalan segir ekki til um hvort hagvísarnir séu jákvæðir eða neikvæðir.
Heimild: Macrobond.

Mynd 3

Hagvaxtarspár fyrir árin 2014 og 2015¹

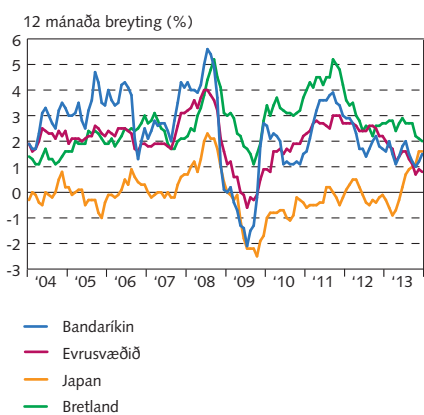


1. Byggt á spám 250 stofnana sem vegnar eru saman.
Heimildir: Consensus Forecasts, Global Insight.

Mynd 4

Verðbólga meðal nokkurra iðnríkja

Janúar 2004 - desember 2013



Heimild: Macrobond.

ári. Bjartari horfur en í októberspá sjóðsins má að mestu rekja til betri horfa meðal iðnríkja. Hagvaxtarhorfur fyrir helstu viðskiptalönd Íslands hafa að sama skapi batnað. Nú er gert ráð fyrir 2% vexti í ár í stað 1,8% í nóvemberspánni. Horfur fyrir næsta ár hafa einnig lítillega batnað og er nú gert ráð fyrir 2,3% vexti en árið 2016 er spáð 2,4% hagvexti líkt og í nóvember.

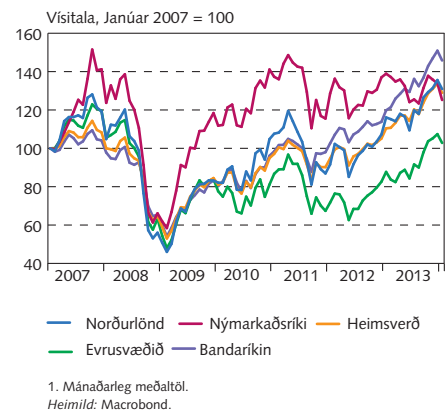
- Horfur eru á minni verðbólgu í helstu viðskiptalöndum Íslands en gert var ráð fyrir í síðustu *Peningamálum*. Mestu munar um evrusvæðið þar sem verðbólga í janúar mældist einungis 0,7%. Verðbólga mælist einnig lítil í Bandaríkjunum eða 1,5% í desember og í Bretlandi hefur hún hjaðnað tiltölulega hratt og var við 2% markmið Englandsbanka. Í Japan hefur verðbólga hins vegar aukist nokkuð hratt eftir þráláta verðhjöðnun og stóð í 1,6% í desember og hefur ekki verið meiri frá árinu 2008.
- Stýrivextir á evrusvæðinu voru lækkaðir um 0,25 prósentur í 0,25% skömmu eftir útgáfu síðustu *Peningamála* í nóvember. Þá gaf Seðlabanki Evrópu til kynna að efnahagsreikningur bankans yrði hugsanlega notaður til að draga enn frekar úr taumhaldi peningastefnunnar ef þess gerðist þörf. Bandaríski seðlabankinn hefur hins vegar dregið úr skuldabréfakaupum sínum í ljósi batnandi efnahagshorfa þar í landi. Þá ákvað Englandsbanki að halda vöxtum óbreyttum í febrúar en atvinnuleysi þar nálgast þau mörk sem bankinn hefur vísað í sem viðmiðunargildi fyrir að bankinn meti hvort tilefni sé til viðsnúnings til hærri vaxta.
- Kastljós fjárfesta hefur á ný beinst að nýmarkaðsríkjum í kjölfar þess að bandaríski seðlabankinn hóf að draga úr skuldabréfakaupum sínum, áþekkt því sem gerðist sl. sumar þegar fyrstu vísbendingar um fyrirætlanir bankans um að draga úr örvunaraðgerðum komu fram. Fjármagn hefur flætt frá nýmarkaðsríkjum með tilheyrandi þrýstingi á gengi gjaldmiðla þeirra, auknum verðbólguþrýstingi og hertari fjármálalegum skilyrðum. Nýmarkaðsríki með miklar erlendar skuldir og viðskiptahalla hafa orðið fyrir mestum áhrifum, eins og við er að búast, og hafa seðlabankar þeirra brugðist við með vaxtahækkunum og/eða inngrípum á gjaldeyrismarkaði. Áhyggjur fjárfesta beinast þó ekki síður að efnahagshorfum í Kína og hættu á minnkandi hagvexti þar í landi, ekki síst sakir hugsanlegs fjármálalegs óstöðugleika í kjölfar örs útlánavaxtar utan bankakerfisins.
- Þrátt fyrir að hagvöxtur hafi sótt í sig veðrið í iðnríkjum og efnahagsbatinn víða verið umfram væntingar, er óvissa um alþjóðlegar hagvaxtarhorfur áfram nokkur og óróleiki á alþjóðlegum fjármálamörkuðum hefur aukist á ný, sérstaklega í tengslum við fyrrnefndan óróleika í nýmarkaðsríkjum. Hlutabréfaverð í iðnríkjum hefur hækkað talsvert sl. ár, t.d. hækkaði það um ríflega þriðjung í Bandaríkjunum og á evrusvæðinu. Á sama tíma lækkaði það um 2% að meðaltali í nýmarkaðsríkjum. Samfara auknum óróleika á fjármálamörkuðum hafa sveiflur í hlutabréfaverði aukist á ný.
- Þótt hagvaxtarhorfur í viðskiptalöndum Íslands hafi batnað lítillega er gert ráð fyrir að innflutningur í þessum löndum vaxi

með svipuðum hætti og í nóvemberspánni eða um 2½% á ári að meðaltali á þessu og næstu tveimur árum.

- Í fyrra lækkaði alþjóðlegt hrávöruverð um 1% frá fyrra ári og var spáin í síðustu *Peningamálum* í takt við þá þróun. Í ár er gert ráð fyrir að hrávöruverð lækki um rúm 5% eins og í nóvemberspánni og er lækkunin drifin áfram af lækkun matvælavæðs. Þetta er ívið minni lækkun en Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn spáði í janúar en nokkru meiri lækkun en Efnahags- og framfarastofnunin (OECD) spáði í nóvember. Gert er ráð fyrir að olíuverð lækki um 4½% á þessu ári en það er mjög svipað og spáð var í nóvember. Þá er gert ráð fyrir 1-2% lækkun á ári út spátímann.
- Horfur um aukna eftirspurn eftir fiskafurðum gefa tilefni til aukinnar bjartsýni um þróun verðs sjávarafurða. Nú er gert ráð fyrir að verð hækki að meðaltali um 1% í ár og á næsta ári í stað um 2% lækkunar bæði árin í síðustu spá. Horfur um þróun álverðs hafa hins vegar versnað og er nú spáð um ½% lækkun í ár í stað ríflega 3% hækkunar í nóvemberspánni. Horfurnar fyrir næstu tvö ár eru hins vegar svipaðar og í nóvember.
- Hagstæðari horfur um sjávarafurðaverð gera það að verkum að nú er spáð að viðskiptakjör rýrni um tæplega ½% í ár í stað þess að rýrna um tæplega 1% í nóvemberspánni. Kemur það til viðbótar nokkru hagstæðari þróun í fyrra. Líkt og í nóvember er gert ráð fyrir tæplega 2% rýrnun viðskiptakjara til viðbótar á næstu tveimur árum.
- Raungengi hækkaði um tæplega 10% í desember frá sama tíma í fyrra og að meðaltali um 3,9% á árinu í heild. Hækkunin skýrist að mestu leyti af hækkun gengis krónunnar í byrjun og lok síðasta árs. Meiri verðbólga hér á landi en í helstu viðskiptalöndum á einnig þátt í hækkun raungengis. Það er þó enn lágt í sögulegu samhengi.
- Vöruútflutningur jókst um tæplega 3% í fyrra, sem er töluvert meiri vöxtur en gert hafði verið ráð fyrir í nóvember. Skýrist það bæði af meiri útflutningi sjávarafurða, sem rekja má til meiri afla og betri nýtingar, og meiri álútflutnings. Horfur um vöruútflutning fyrir þetta ár hafa hins vegar versnað töluvert og er nú gert ráð fyrir tæplega 1% samdrætti frá fyrra ári í stað 2% aukningar. Leggjast þar á eitt mun verri horfur um loðnueiði og fyrirhuguð skerðing á raforku til stórnotenda sem veldur því að álframleiðendur reikna með minni framleiðslu á fyrri hluta þessa árs en í fyrra. Útflutningur sjávar- og álafurða verður því minni en áður hafði verið spáð. Horfur fyrir vöruútflutning næstu tveggja ára eru hins vegar taldar lítilla betri.
- Búist er við meiri aukningu þjónustuútflutnings í fyrra en áætlað var í nóvember og var útflutningur vöru og þjónustu rúmlega prósentu meiri eða 4,7% í stað 3,4%. Þrátt fyrir að gert sé ráð fyrir meiri vexti þjónustuútflutnings í ár, leiða lakari horfur um vöruútflutning til þess að nú er áætlað að útflutningur í heild vaxi einungis um 1,4% í stað ríflega 2% í nóvemberspánni. Gert er ráð fyrir að vöxturinn aukist aftur á næstu tveimur árum og verði um 2% á ári að meðaltali, sem er svipað og í nóvember.

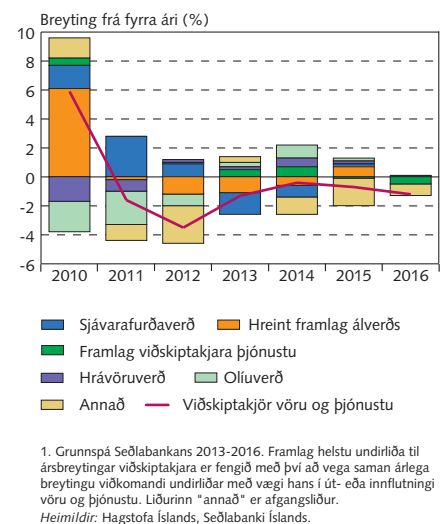
Mynd 5

Hlutabréfaverð á ýmsum mörkuðum¹
Janúar 2007 - janúar 2014



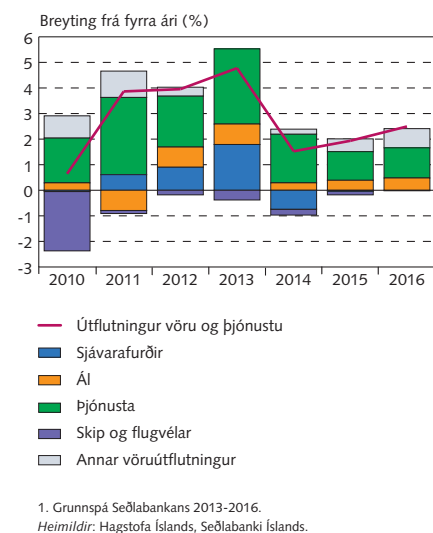
Mynd 6

Viðskiptakjör og framlag undirliða
2010-2016¹

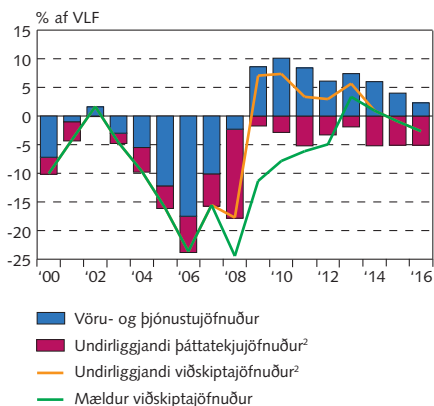


Mynd 7

Þróun útflutnings og framlag undirliða hans
2010-2016¹

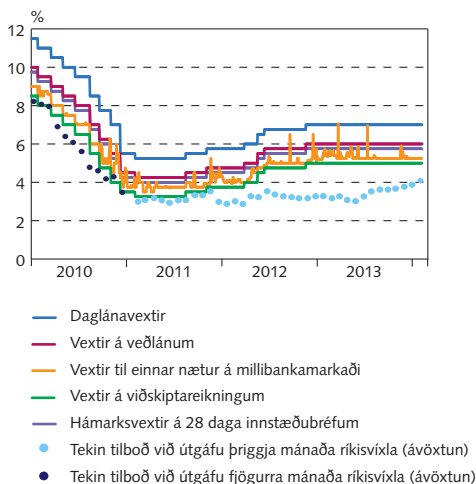


Mynd 8
Viðskiptajöfnuður 2000-2016¹



1. Rekstrarframlög talin með þáttatekjum. Grunnspá Seðlabankans 2013-2016. 2. Án reiknaðra tekna og gjalda innlánsstofnana í slitameðferð en með áætluðum áhrifum af uppgjörum búa þeirra og án áhrifa lyfjafyrirtækisins Actavis á þáttatekjufögnuð fram til ársins 2012. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 9
Vextir Seðlabanka Íslands og skammtíma-
millibankavextir
Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 7. febrúar 2014



Heimild: Seðlabanki Íslands.

- Afgangur af vöruskiptum var um 20 ma.kr. meiri á síðasta ári en gert var ráð fyrir í nóvemberspánni, sem rekja má til fyrrgreinds krafts í útflutningi en einnig til þess að innflutningur var nokkru minni en fyrri áætlanir höfðu bent til. Nú er talið að afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum á árinu 2013 hafi verið um 7½% af landsframleiðslu sem er um 1½ prósentu meiri afgangur en búist var við í síðustu *Peningamálum*. Áætlað er að afgangurinn minnki á þessu ári og verði um 6% af landsframleiðslu og minnki enn frekar á næstu tveimur árum og verði rúmlega 2% af landsframleiðslu árið 2016. Þrátt fyrir nokkru meiri afgang í fyrra er því útlit fyrir að afgangurinn í lok spátímans verði minni en spáð var í nóvember, sem að verulegu leyti má rekja til áhrifa eftirspurnarhvetjandi aðgerða stjórnvalda (sjá nánar í viðauka 2).
- Metafgangur var á undirliggjandi viðskiptajöfnuði á þriðja fjórðungi ársins 2013 eða 62,5 ma.kr. Á árinu öllu er áætlað að hann verði 94,1 ma.kr. eða sem samsvarar 5,3% af landsframleiðslu. Það er 2 prósentum meiri afgangur en spáð var í nóvember. Auk hagfelldari þróunar á vöru- og þjónustuviðskiptum er útlit fyrir að halli á undirliggjandi þáttatekjufögnuði hafi verið minni en áður var áætlað. Bæði reyndust þáttatekjugjöld af hlutabréfaeign erlendra aðila minni og vaxtatekjur innlendra aðila af erlendum eignum meiri, auk þess sem nettóáhrif vegna uppgjörs slitabúa á þáttatekjufögnuð eru ekki lengur tekin með í mati á þáttatekjufögnuði síðasta árs þar sem uppgjörð fór ekki fram. Líkt og í fyrri spám er áætlað að afgangurinn minnki í ár og að hann verði tæplega 1% af landsframleiðslu. Það er einnig lítillega meiri afgangur en spáð var í nóvember. Afgangurinn snýst í 1% halla árið 2015, sem þó er um 1 prósentu minni halli en gert var ráð fyrir í nóvember. Horfur á minni afgangi af vöru- og þjónustuviðskiptum valda því að það stefnir í heldur meiri halla árið 2016 eða sem nemur tæplega 3% af landsframleiðslu í stað ríflega 2% í nóvemberspánni.²

Innlendir fjármálamarkaðir

- Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands ákvað á fundum sínum í nóvember og desember sl. að halda vöxtum bankans óbreyttum. Fyrir útgáfu þessa heftis *Peningamála* voru vextir bankans á viðskiptareikningum innlánsstofnana 5%, hámarksvextir á 28 daga innstæðubréfum 5,75%, vextir á lánum gegn veði til sjö daga 6% og daglánavextir 7%. Vextir bankans hafa haldist óbreyttir frá nóvember 2012.
- Vegna rúmrar lausafjárstöðu fjármálakerfisins er lítil ásókn í lausafjárfyrirgreiðslu frá Seðlabankanum og því lætur nærri að einfalt meðaltal vaxta á innlánsreikningum fjármálafyrirtækja í Seðlabankanum og hámarksvaxta innstæðubréfa sé besti mælikvarðinn á þá vexti sem ráða þróun peningamarkaðsvaxta. Þessir vextir eru nú 5,4% en millibankavextir til einnar nætur 5,25% og

2. Við gerð spárinnar um undirliggjandi þáttatekjufögnuð er eignum búanna skipt á milli kröfuhafa og áætluðum tekjum og gjöldum sem af því leiðir bætt við þáttatekjufögnuð. Þetta hefur þau áhrif að þáttatekjufögnuðurinn verður neikvæðari en ella út spátímann.

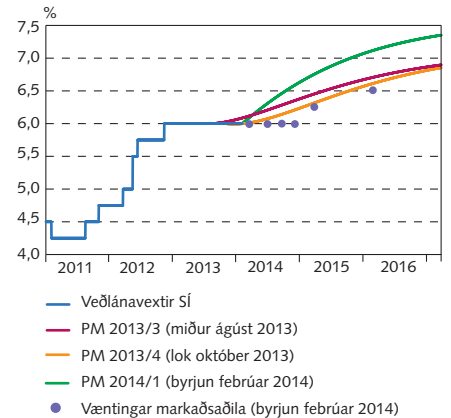
hafa þróast með áþekktum hætti og vextir Seðlabankans. Vextir í útboðum ríkisvixla hafa einnig þokast nær vöxtum bankans og eru nú um 0,8 prósentum hærri en fyrir ári. Þeir eru þó enn tæpri prósentu fyrir neðan gólf vaxtagangsins.

- Þótt nafnvextir bankans hafi haldist óbreyttir frá nóvember 2012 hefur taumhald peningastefnunnar heldur styrkst og eru raunvextir bankans nú 2,2% miðað við núverandi verðbólgu en 1,8% miðað við mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar eða um 0,3-0,5 prósentum hærri en fyrir útgáfu *Peningamála* í nóvember.
- Könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila, sem var framkvæmd í febrúarbyrjun, gefur til kynna að markaðsaðilar vænti lægri nafnvaxta Seðlabankans á þessu ári en þeir gerðu fyrir útgáfu *Peningamála* í nóvember sl. Hins vegar vænta þeir hærri raunvaxta. Samkvæmt niðurstöðunum vænta þeir að veðlánvextir bankans haldist óbreyttir í 6% til loka þessa árs sem eru 0,5 prósentum lægri vextir en þeir væntu síðast. Nú virðast þeir hins vegar gera ráð fyrir 0,25 prósentna hækkun á fyrsta fjórðungi næsta árs og að vextirnir verði orðnir 6,5% eftir tvö ár. Framvirkir vextir gefa hins vegar til kynna að markaðsaðilar vænti þess að nafnvextir bankans hækki um 0,5 prósentur á þessu ári og verði 6,5% í lok þessa árs sem eru 0,25 prósentum hærri vextir en framvirkir vextir gáfu til kynna í byrjun nóvember.³
- Ávöxtunarkrafa verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa hefur hækkað frá útgáfu *Peningamála* í nóvember og eru verðtryggðir vextir um 0,2-0,8 prósentum hærri en í nóvember og óverðtryggðir vextir um 0,3-1 prósentu hærri. Hækkun raunvaxta endurspeglar fyrrnefnda hækkun raunvaxta Seðlabankans. Hún kann einnig að skýrast af væntingum um aukið framboð í kjölfar tilkynningar frá 16. desember sl. um fyrirhugaða sölu Eignasafns Seðlabanka Íslands (ESÍ) á verðtryggðum bréfum að fjárhæð ríflega 100 ma.kr. á næstu fimm árum. Að auki kann hækkunin að endurspegla óvissu um áhrif boðaðra aðgerða stjórnvalda í skuldamálum heimila á skuldastöðu ríkissjóðs og efnahagsumsvif. Að lokum kann hækkunin að endurspegla minni eftirspurn erlendra fjárfesta en þeir hafa dregið úr eign sinni á ríkisskuldabréfum að undanfögnu.
- Í takt við alþjóðlega þróun hækkaði áhættuálag á skuldbindingar Ríkissjóðs Íslands um mitt síðasta ár í kjölfar óróleika á alþjóðamörkuðum sem rekja má til óvissu um framhald stuðningsaðgerða bandaríska seðlabankans. Miðað við vaxtamun á skuldabréfum ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum og sambærilegra bréfa ríkissjóðs Bandaríkjanna hefur áhættuálagið lækkað á ný frá *Peningamálum* í nóvember og er nú um 2½%. Álagið er þó enn herra en í byrjun júní sl. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs

Mynd 10

Veðlánvextir, framvirkir vextir¹ og væntingar markaðsaðila um veðlánvextir²

Daglegar tölur 1. janúar 2011 - 31. mars 2017

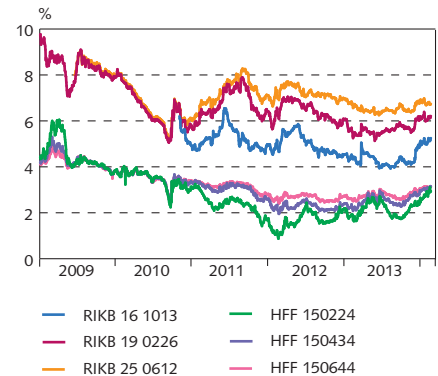


1. Við mat á vaxtaferlinum er notast við vexti á millibankamarkaði og vexti ríkisbréfa. Ríkisbréf á gjalddaga innan tveggja ára eru þó ekki notuð þar sem verðlagning þeirra er talin vera skekkt vegna áhrifa gjaldeyrishafta.
2. Miðað við miðgildi svara í könnun Seðlabanka Íslands á væntingum markaðsaðila dagana 3.-5. febrúar 2014.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 11

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra og verðtryggðra skuldabréfa

Daglegar tölur 2. janúar 2009 - 7. febrúar 2014

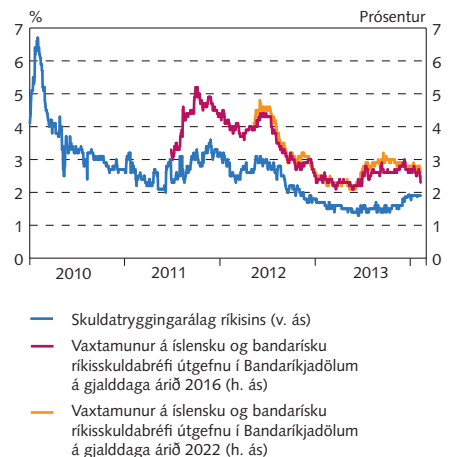


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 12

Áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs

Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 7. febrúar 2014

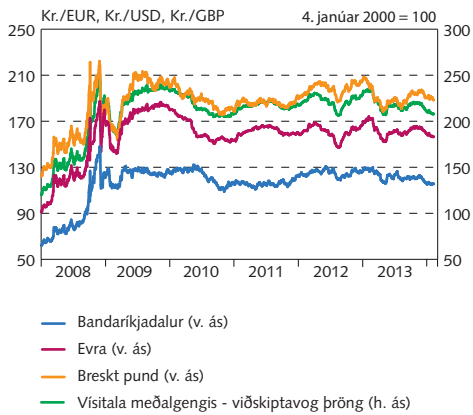


Heimild: Bloomberg.

3. Vísendingar sem vaxtaferillinn gefur um væntingar markaðsaðila um næstu vaxtaákvæðanir eru óvissari en ella vegna vandamála við mælingu á stysta enda vaxtarófsins. Þá eru ríkisbréf á gjalddaga innan tveggja ára ekki notuð við matið þar sem verðlagning þeirra er talin skekkt vegna áhrifa gjaldeyrishafta.

Mynd 13

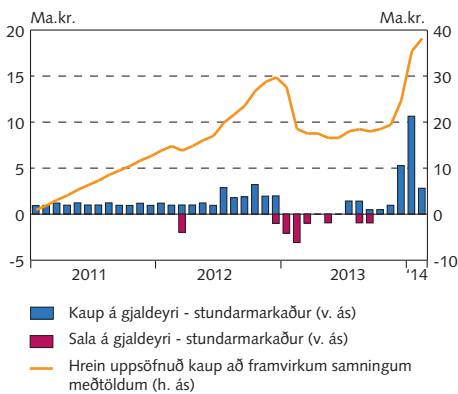
Gengi krónu gagnvart erlendum gjaldmiðlum
Daglegar tölur 3. janúar 2008 - 7. febrúar 2014



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 14

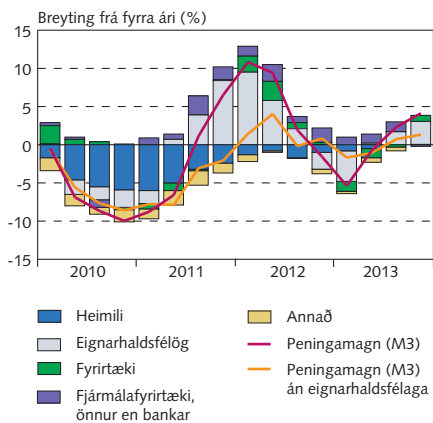
Viðskipti Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði
Janúar 2011 - febrúar 2014¹



1. Gögn til og með 6. febrúar.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 15

Samsetning peningamagns í umferð
1. ársfj. 2010 - 4. ársfj. 2013



Heimild: Seðlabanki Íslands.

hefur hins vegar hækkað um 0,3 prósentur frá nóvemberútgáfunni og mælist nú 1,9%. Breyting matsfyrirtækisins Standard & Poor's á láns hæfishorfum ríkissjóðs úr neikvæðum í stöðugar seint í janúar hefur enn ekki haft merkjanleg áhrif á þróun áhættuálagsins og mælist það hærra á báða mælikvarða en á sama tíma í fyrra.

- Undir lok síðasta árs fjármagnaði einn af þremur stóru viðskiptabönkunum sig með fyrstu erlendu skuldabréfaútgáfu sinni og er þar með annar viðskiptabankinn sem fjármagnar sig með þessum hætti frá árinu 2008. Þá fengu tveir af stóru viðskiptabönkunum nýlega láns hæfiseinkunn frá alþjóðlegu matsfyrirtæki sem ætti að liðka fyrir aðgengi þeirra að alþjóðlegum fjármálamörkuðum.
- Frá útgáfu síðustu *Peningamála* hefur gengi krónunnar hækkað um 5,4% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu, 4,7% gagnvart evru og 5% gagnvart Bandaríkjadal. Það er talsvert önnur þróun en var á sama tímabili fyrir ári þegar gengið lækkaði töluvert. Gengi krónunnar miðað við gengisvísitölu er nú 11,8% hærra en á sama tíma í fyrra. Afgangur af utanríkisviðskiptum og minni afborganir erlendra lána fyrirtækja og sveitarfélaga hafa stutt við gengið en á móti hefur þróun viðskiptakjara verið óhagstæð.
- Sveiflur í gengi krónunnar hafa einnig minnkað, m.a. vegna aðgerða Seðlabankans. Hrein gjaldeyriskaup Seðlabanka Íslands á millibankamarkaði námu um 6,7 ma.kr. á fjórða fjórðungi síðasta árs og um 1 ma.kr. á árinu í heild en um 22,7 ma.kr. að meðtöldum greiðslum vegna framvirkra samninga. Þá hefur bankinn keypt um 13,5 ma.kr. það sem af er þessu ári umfram það sem hann hefur selt.
- Gengi krónunnar samkvæmt vísitölu meðalgengis var að meðaltali tæplega 218 stig á fjórða fjórðungi síðasta árs, sem er lítillega lægra gengi en gert var ráð fyrir í spá bankans í nóvember. Það sem af er þessu ári hefur vísitalan verið um 210 stig að meðaltali. Grunnspá bankans byggist sem fyrr á þeirri forsendu að gengi krónunnar haldist svipað út spátímann miðað við stöðu vísitölunnar þegar spágerð lýkur. Gangi þetta eftir verður gengi krónunnar um 2½% hærra en gert var ráð fyrir í nóvemberspá bankans.
- Innlán innlendra aðila í innlánsstofnunum jukust um 4,1% á fjórða fjórðungi 2013 samanborið við sama tímabil árið áður. Stærsti hluti aukningarinnar er vegna innlána eignarhaldsfélaga, m.a. slitabúa fallinna fjármálafyrirtækja. Þá jukust innlán fyrirtækja um 3,3% og innlán heimila um 1% á sama tímabili.
- Vítt skilgreint peningamagn (M3) jókst um 4,1% á fjórða ársfjórðungi 2013 samanborið við sama fjórðung árið áður. Þrengra skilgreint peningamagn hefur vaxið milli ára, fjóra mánuði í röð, eftir samfelldan samdrátt milli ára síðan í júlí 2012 og nam ársvöxtur þess um 2-3¾% á fjórða fjórðungi. Innlán eignarhaldsfélaga skýra nokkurn hluta vaxtar peningamagns: án þeirra var ársvöxtur M3 t.d. um 1,3% á fjórða fjórðungi 2013. Á sama tímabili hefur grunnfé bankans aukist um 4,2%.

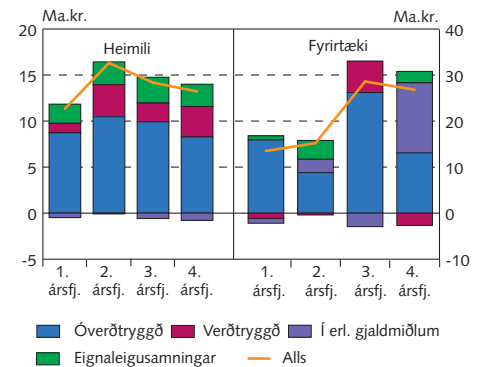
- Á síðasta ári námu hrein, ný útlán innlánsstofnana, þ.e. ný útlán að frádregnum uppgreiðslum, um 55 ma.kr. til heimila og um 84 ma.kr. til fyrirtækja (annarra en eignarhaldsfélaga). Á sama tímabili voru hrein ný útlán Íbúðalánasjóðs neikvæð um 4,4 ma.kr. Hrein ný útlán innlánsstofnana til heimila og fyrirtækja hafa að mestum hluta verið óverðtryggð. Hins vegar hefur meirihluti nýrra útlána til heimila verið verðtryggður en uppgreiðslur slíkra lána eru einnig meiri. Þrátt fyrir aukningu nýrra útlána heldur gengis- og verðleiðrétt bókfært virði heildarstofns útlána áfram að minnka. Sem fyrr skýrist samdrátturinn að mestu leyti af minni stofni gengisbundinna lána innlánsstofnana og verðtryggðra lána Íbúðalánasjóðs.
- Á árinu 2013 hækkaði íbúðaverð um 6½%, leiguverð um 10% og velta þinglýstra kaupsamninga jókst um 9½% frá fyrra ári. Meðalsölutími íbúða hefur einnig styst og var um fimm mánuðir á síðasta ári sem er tveimur mánuðum styttra en árið á undan. Raunverð húsnæðis hækkaði um 2½% að meðaltali milli áranna 2012 og 2013 og er nú litlu hærra en það var haustið 2004, rétt fyrir hinar miklu umbreytingar sem urðu á innlendum íbúðalánamarkaði.
- Frá útgáfu síðustu *Peningamála* hefur heildarvísitala aðallista Kauphallarinnar hækkað um tæp 10% og úrvalsvísitalan (OMX16) um 9%. Vísitölurnar hækkuðu um tæp 28% og 19% á síðasta ári og heildarvelta á hlutabréfamarkaði hátt í þrefaldaðist milli ára. Fjárfestingarkostum á markaðinum fjölga áfram og fleiri félög stefna á skráningu á næstu tveimur árum. Ávöxtun nokkurra innlendra hlutabréfasjóða var talsvert meiri eða um 45% á síðasta ári.
- Fjármálaleg skilyrði einkageirans þokast áfram í rétta átt. Þannig hefur hrein eign heimila og fyrirtækja haldið áfram að hækka samhliða hækkandi eignaverði og lækkandi skuldum, m.a. vegna endurútreiknings ólöglegra gengistryggðra lána en uppgjöri slíkra lána er þó enn ekki lokið. Þá mun fjárhagsleg staða heimila batna enn frekar á næstu árum vegna aðgerða til lækkunar húsnæðis-skulda heimila. Hlutfall lána heimila og fyrirtækja í vanskilum hjá stóru viðskiptabönkunum þremur og Íbúðalánasjóði hefur einnig lækkað á undanförunum mánuðum. Einstaklingum á vanskilaskrá hefur jafnframt fækkað en þó er enn mikið um vanskil samanborið við stöðuna við upphaf samdráttarskeiðsins. Fyrirtækjum á vanskilaskrá hefur hins vegar fjölgað lítillega á undanförunum mánuðum og virðist fjárhagsstaða hluta fyrirtækja brothætt, líkt og fjallað var um í síðustu útgáfu *Peningamála*.

Innlendur þjóðarbúskapur

- Í desember sl. birti Hagstofa Íslands þjóðhagsreikninga fyrir þriðja ársfjórðung 2013 ásamt endurskoðun á þjóðhagsreikningum fyrri hluta ársins. Samkvæmt tölunum mældist hagvöxtur 4,9% frá sama fjórðungi árið áður en 3,1% á fyrstu þremur fjórðungum ársins samanborið við sama tímabil árið á undan. Megindrifkraftur

Mynd 16

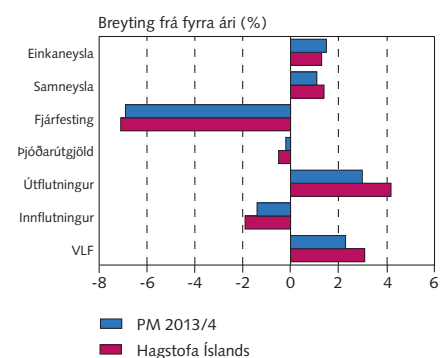
Hrein ný útlán¹ stóru viðskiptabankanna þriggja til heimila og fyrirtækja²
1. - 4. ársfj. 2013



1. Ný útlán að frádregnum uppgreiðslum. 2. Utan eignarhaldsfélaga. Heimildir: Seðlabanki Íslands.

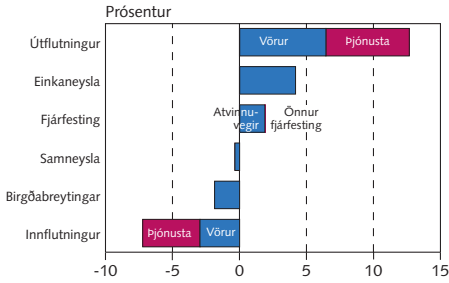
Mynd 17

Þjóðhagsreikningar 1. ársfj. - 3. ársfj. 2013 og mat Seðlabankans



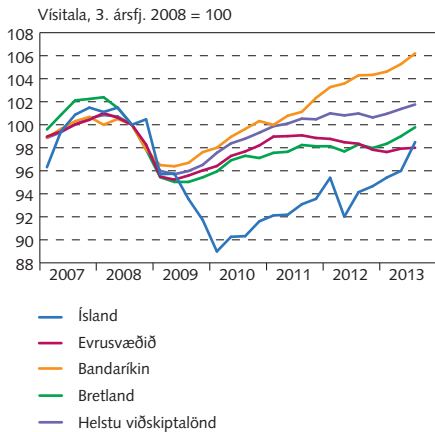
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 18
Framlag undirliða landsframleiðslu til efnahagsbata¹



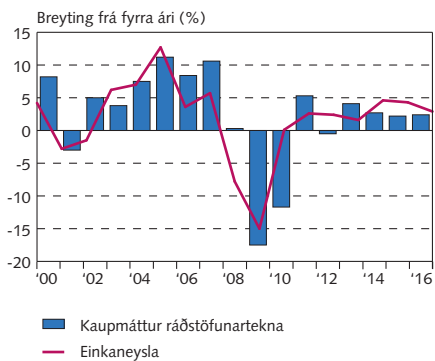
1. Frá fyrri hluta 2010 til 3. ársfj. 2013, árstíðarleiðrétta tölur.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 19
Þróun landsframleiðslunnar í kjölfar fjármálakreppunnar¹



1. Árstíðarleiðrétta gögn fyrir Ísland koma frá Seðlabanka Íslands.
Heimildir: OECD, Seðlabanki Íslands.

Mynd 20
Einkaneysla og kaupmáttur ráðstöfunartekna 2000-2016¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2013-2016.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

hagvaxtar á fyrstu níu mánuðum ársins var framlag utanríkisviðskipta en útflutningur jókst um 4,2% á tímabilinu en innflutningur dróst saman um 1,9%. Framlag þjófdráttgjalda var hins vegar neikvætt en þau drógust saman um ½% frá sama tíma fyrra árs. Þann samdrátt má rekja til mikils samdráttar í fjárfestingu í skipum og flugvélum sem endurspegladist í rúmlega 7% samdrætti fjárfestingar en bæði einka- og samneysla jukust um tæplega 1½% á tímabilinu.

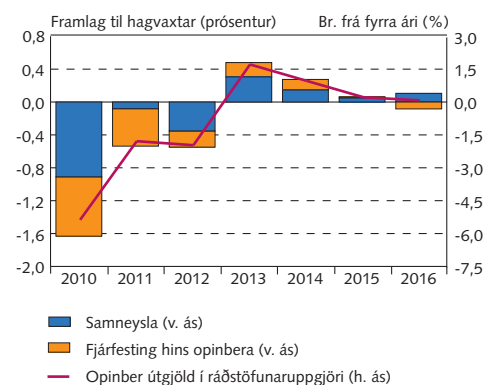
- Hagvöxtur á þriðja ársfjórðungi reyndist umtalsvert meiri en spáð var í nóvemberútgáfu *Peningamála* en þá var reiknað með 2,5% vexti. Á fyrstu níu mánuðum ársins var hagvöxturinn einnig meiri en spáð var í nóvember þegar gert var ráð fyrir 2,3% hagvexti á tímabilinu. Frávikið felst helst í því að vöxtur útflutnings var meiri en spáð var ásamt því að innflutningur dróst meira saman en búist hafði verið við. Innlend eftirspurn þróaðist því í takt við spá bankans en framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar var umtalsvert hagstæðara en áætlað var.
- Frá því að efnahagsbatinn hófst á öðrum ársfjórðungi 2010 hefur landsframleiðslan vaxið um tæplega 11% en hafði áður dregist saman um ríflega 12% frá því að hún var mest í aðdraganda fjármálakreppunnar.⁴ Þetta er meiri bati en meðal helstu viðskiptalanda. Framan af leiddi vöxtur innlestrar eftirspurnar efnahagsbatann, þá sérstaklega einkaneysla og atvinnuvegafjárfesting, en síðustu ársfjórðunga hefur framlag utanríkisviðskipta knúð áfram hagvöxtinn.
- Einkaneysla jókst um 2,4% á þriðja fjórðungi frá sama tíma ársins á undan. Það er í ágætu samræmi við nóvemberspá bankans en þar var spáð 2,2% vexti. Hins vegar var einkaneyslan minni á fyrri hluta ársins samkvæmt endurskoðun Hagstofunnar. Vöxturinn á fyrstu þremur fjórðungum ársins var 1,3% en í nóvemberspá bankans var spáð 1,5% vexti. Leiðandi vísbendingar um þróun einkaneyslu gefa til kynna að vöxtur einkaneyslu á fjórða ársfjórðungi síðasta árs hafi verið á svipuðum nótum og á fjórðungnum á undan. Því er gert ráð fyrir að ársvöxturinn á fjórðungnum hafi verið 2,5% og að einkaneysla hafi vaxið um 1,6% á árinu í heild.
- Horfurnar fyrir einkaneyslu í ár og á næstu árum litast af aðgerðum stjórnvalda vegna lækkunar húsnæðisskulda heimila enda fyrirséð að þær muni hafa nokkur áhrif á efnahagslega stöðu þeirra og þar með á útgjaldaákvörðanir. Hreinn auður heimila mun aukast og með auknu veðrymi eykst geta þeirra til viðbótarlántöku til að fjármagna einkaneyslu. Heimilin geta einnig tekið aukinn auð út með því að endurfjármagna núverandi húsnæðislán og notað þá fjármuni til að fjármagna aukna einkaneyslu. Þau gætu einnig valið að ganga á annan sparnað í ljósi þess að hreinn auður þeirra í húsnæði hafi aukist. Skuldalækkunin dregur úr greiðslubyrði húsnæðislána sem eykur þá fjármuni sem heimilin hafa til ráðstöfunar eftir að þau hafa greitt af húsnæðislánum. Á móti vegur

4. Hér er miðað við árstíðarleiðréttingu Seðlabankans. Sjá rammagrein IV-1 í *Peningamála* 2012/4 um ástæður þess að bankinn notast við eigið mat á árstíðarleiðréttri landsframleiðslu.

þó að í áætlunum stjórnvalda er gert ráð fyrir hækkun framlags launafólks í séreignarlífeyrissparnað sem að öðru óbreyttu dregur úr áhrifum aðgerðarinnar á ráðstöfunartekjur. Þessu til viðbótar gæti orðið tímabundin aukning í einkaneyslu á næstunni þar sem hluti heimila kann að hafa beðið með útgjaldaákvarðanir þar til að niðurstaða stjórnvalda lægi fyrir.

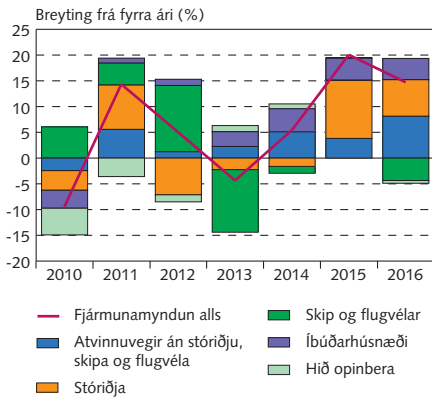
- Nánar er fjallað um áhrif skuldalækkunarinnar í viðauka 2. Eins og þar kemur fram má ætla að einkaneysla muni vaxa hraðar á næstu árum af völdum hennar. Aukningin mun að hluta ryðja út fjárfestingu, sem vex þá um hríð hægar en ella. Innflutningur eykst einnig og viðskiptajöfnuðurinn versnar. Hagvaxtaráhrif aðgerðarinnar verða því minni en áhrifin á innlenda eftirspurn. Hagvöxtur verður því í meira mæli drifinn af innlendri eftirspurn og þjóðhagslegur sparnaður verður minni en ella. Meiri framleiðsluspenna og lægra gengi krónunnar eykur verðbólguþrýsting en á móti kemur að gert er ráð fyrir að taumhald peningastefnunnar verði stífara en ella, sem dregur úr eftirspurnar- og verðbólguáhrifum aðgerðarinnar. Eins og fjallað er um í viðaukanum tengist fjöldi óvissuþátta skuldalækkuninni. Því ríkir töluverð óvissa um endanleg áhrif aðgerðarinnar. Eins ríkir nokkur óvissa um framgang og efnahagsleg áhrif áforma um hugsanlegt bann eða takmörkun á aðgengi heimila að löngum verðtryggðum húsnæðislánum.
- Auk skuldalækkunaraðgerðarinnar, sem reiknað er með að taki gildi á miðju þessu ári, var heimild til sérstakrar úttekta séreignarsparnaðar framlengd og rýmkuð frá ársbyrjun. Vöxtur einkaneyslu á þessu og næstu árum verður því töluvert kröftugri en spáð var í nóvember. Gert er ráð fyrir að einkaneysla aukist um 4,6% á þessu ári og um 3,9% að meðaltali á spátímanum í stað 2½% í nóvemberspánni. Gangi spáin eftir mun vægi einkaneyslu í landsframléiðslu vaxa úr 54% á síðasta ári í 56% árið 2016.
- Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar var vöxtur samneyslunnar minni en gert var ráð fyrir í síðustu spá. Frávikið felst í því að verðhækkun samneyslu var vanmetin á þriðja fjórðungi. Spáin fyrir árið 2013 í heild er þó óbreytt frá fyrri spá. Spá um þróun samneyslunnar út spátímann er lítið breytt.
- Bráðabirgðatölur Hagstofunnar fyrir fyrstu þrjá fjórðunga síðasta árs gefa til kynna að vöxtur opinberrar fjárfestingar hafi verið minni í fyrra en gert var ráð fyrir í síðustu spá. Núverandi ríkisstjórn tilkynnti fljótlega eftir að hún tók við völdum að hún ætlaði að draga úr fjárfestingaráformum fyrri ríkisstjórnar samkvæmt *Fjárfestingaráætlun 2013-2015*. Erfitt er að áætla hvernig til hafi tekist að stöðva þær framkvæmdir en nú er spáð svipuðum vexti opinberrar fjárfestingar árið 2013 og í nóvember en þá var gert ráð fyrir að tekist hefði að stöðva hluta framkvæmdanna. Af nýsamþykktum fjárhagsáætlunum stærstu sveitarfélaga fyrir þetta ár má ráða að fjárfesting þeirra verði heldur meiri en gert var ráð fyrir í síðustu spá.
- Fjárlög fyrir árið 2014 voru samþykkt í desember og eru heildar- og frumjöfnuður 0,4 ma.kr. og 1,5 ma.kr. jákvæðari en upphaflegt

Mynd 21
Samneysla og fjárfesting hins opinbera
2010-2016¹



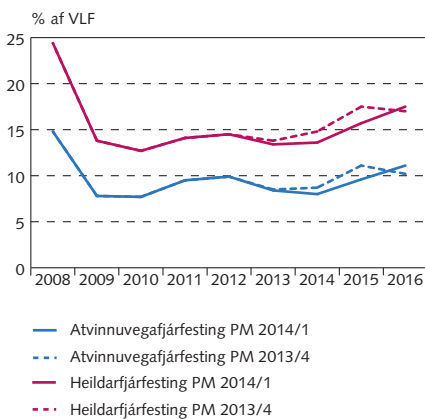
1. Grunnspá Seðlabankans 2013-2016.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 22
Þróun fjármunamyndunar og framlag
helstu undirliða hennar 2010-2016¹



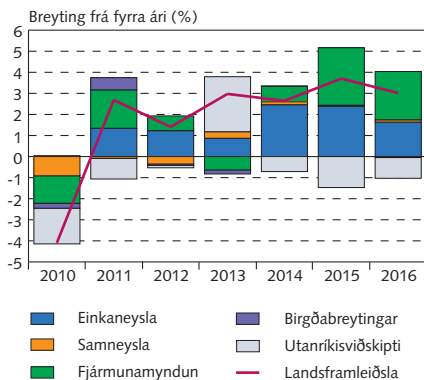
1. Grunnspá Seðlabankans 2013-2016.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 23
Fjárfesting í hlutfalli af VLF 2008-2016¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2013-2016.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 24
Hagvöxtur og framlag undirliða 2010-2016¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2013-2016.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

fjárlagafrumvarp gerði ráð fyrir. Tekjur og gjöld eru jafnframt áætluð 25 ma.kr. hærrí vegna aðgerða til lækkunar verðtryggðra skulda heimilanna sem komu fram í þriðju umræðu um fjárlögin. Samkvæmt fjárlögum verður afgangur af heildarjöfnuði 0,9 ma.kr. en afgangur af frumjöfnuði 57,5 ma.kr. Fjárukalög voru einnig samþykkt en halli á rekstri ríkisins samkvæmt fjárlögum ársins 2013 átti að nema 3,7 ma.kr. en er nú áætlaður 19,7 ma.kr. Áður hafði fjármála- og efnahagsráðuneytið áætlað að hallinn gæti orðið 30 ma.kr.

- Fjárfesting á þriðja ársfjórðungi jókst um 5,3% frá fyrra ári. Þetta er heldur minni aukning en áætlað var í nóvember, en þá var spáð tæplega 7% aukningu. Á fyrstu níu mánuðum ársins dróst fjárfesting saman um 7,1% sem er í takt við nóvemberspá bankans. Íbúðafjárfesting og fjárfesting hins opinbera jókst milli ára á tímabilinu en atvinnuvegafjárfesting dróst saman um rúm 13%. Þróunin í atvinnuvegafjárfestingu er að miklu leyti til komin vegna mikils samdráttar í fjárfestingu í skipum og flugvélum. Stóriðjufjárfesting var þó minni en búist var við en almenn atvinnuvegafjárfesting var meiri.

- Í þessari spá er áætlað að atvinnuvegafjárfesting á síðasta ári hafi dregist saman um tæplega 12% frá fyrra ári og að fjárfesting í heild hafi dregist saman um 4,3% sem er lítil breyting frá nóvember. Samdráttur atvinnuvegafjárfestingar er þó rúmlega 2 prósentum minni en búist var við í nóvember en á móti kemur að nú er áætlað að vöxtur íbúðafjárfestingar og fjárfestingar hins opinbera hafi verið heldur minni en spáð var í nóvember.

- Horfur eru á að fjárfesting atvinnuveganna verði minni á þessu ári samanborið við það sem gert var ráð fyrir í nóvemberspá bankans. Það helgast aðallega af því að nú er gengið út frá u.þ.b. árs seinkun á fjárfestingu í tengslum við álver í Helguvík sem veldur því að fjárfesting í orkufrekum iðnaði verður minni í ár en áður hafði verið áætlað. Á hinn bóginn er búist við að almenn atvinnuvegafjárfesting aukist um rúmlega 13% samanborið við 10% vöxt í nóvemberspánni auk þess sem nú er gert ráð fyrir meiri fjárfestingu í skipum og flugvélum en í nóvember. Þessir liðir ná þó ekki að vega upp breytinguna í áætluninni um stóriðjutengda fjárfestingu og er búist við tæplega 1% vexti atvinnuvegafjárfestingar á árinu í stað 5% vaxtar í nóvember.

- Á næsta ári er einnig útlit fyrir að vöxtur atvinnuvegafjárfestingar verði umtalsvert minni en gert var ráð fyrir í nóvember. Það má rekja til minni almennrar atvinnuvegafjárfestingar og meiri samdráttar fjárfestingar í skipum og flugvélum. Á móti þessu vegur að stóriðjutengd fjárfesting vex meira en áður vegna fyrrgreindrar tilfærslu framkvæmda milli ára. Gangi spáin eftir mun atvinnuvegafjárfesting aukast um fjórðung á næsta ári í stað 31% í nóvember en á móti verður vöxturinn meiri árið 2016 þar sem þungi stóriðjutengdrar fjárfestingar hefur færst yfir á það ár.

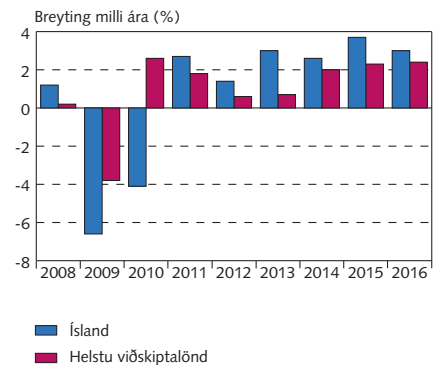
- Eins og fyrr segir er áætlað að fjárfesting í heild hafi dregist saman um 4,3% á síðasta ári. Á þessu ári er spáð um 5½% vexti fjár-

festingar í stað tæplega 9% í nóvemberspánni. Spáin um þróun íbúðafjárfestingar er lítið breytt frá síðustu spá. Á spátímabilinu er talið að fjármunamyndun í heild muni aukast um 13½% að meðaltali í stað 10% í nóvemberspánni og hlutfall fjárfestingar af landsframleiðslu fari úr 13½% í fyrra í 17½% árið 2016 sem þó er um 2½ prósentu lægra hlutfall en meðaltal síðustu þrjátíu ára.

- Eins og fyrr segir var hagvöxtur milli ára á þriðja ársfjórðungi síðasta árs 4,9% og 3,1% á fyrstu þremur fjórðungum ársins. Áætlað er að landsframleiðslan hafi vaxið um 2,7% milli ára á síðasta fjórðungi ársins og má rekja hagvöxtinn til aukinna þjóðarútgjalda og meira framlags utanríkisviðskipta. Gangi áætlunin eftir var hagvöxtur 3% á síðasta ári. Samkvæmt nýjustu tölum Alþjóðagjaldeyrissjóðsins var það eina tilvikið á meðal þróuðustu ríkja heimsins þar sem hagvöxtur náði 3% á því ári.
- Gert er ráð fyrir að hagvöxtur í ár verði 2,6%, líkt og spáð var í nóvember. Vegast þar á annars vegar meiri vöxtur þjóðarútgjalda drifinn áfram af kröftugum vexti einkaneyslu og hins vegar hægari vöxtur útflutnings vegna lakari horfa um loðnuveiði og minni álútflutnings. Hagvöxtur þessa árs verður því í meira mæli drifinn áfram af innlendri eftirspurn en framlag utanríkisviðskipta verður töluvert minna.
- Á næsta ári er einnig gert ráð fyrir því að efnahagsþróunin endurspegli enn frekar þær viðamiklu aðgerðir sem stjórnvöld hafa boðað í skuldamálum heimila en það ár verður fyrsta heila árið sem áhrifanna gætit. Svipuð staða verður því uppi þegar þessi spá er borin saman við nóvemberspána, einkaneysla verður meiri og utanríkisviðskipti skila minna til landsframleiðslunnar. Á heildina lítið er spáð að hagvöxtur næsta árs verði 3,7%. Árið 2016 er síðan gert ráð fyrir um 3% hagvexti og munar þar mestu um tilfærslu framkvæmda í orkufrekum iðnaði yfir á það ár. Gangi spáin eftir verður hagvöxtur 3,1% að meðaltali á spátímanum. Er það umfram meðalhagvöxt síðustu þrjátíu ára og þó nokkru meiri vöxtur en spáð er að meðaltali í helstu viðskiptalöndum.
- Í ljósi þess að hagvöxtur er nú talinn hafa verið nokkru meiri á síðasta ári en áður var spáð er einnig gert ráð fyrir að framleiðslulakinn hafi minnkað meira en áætlað var í nóvember og hafi verið tæplega 1% af framleiðslugetu í stað ríflega 1%. Sem fyrr er gert ráð fyrir að slakinn minnki er líður á þetta ár og verði nánast horfinn í lok ársins og frá næsta ári fari framleiðsluspenna smám saman að myndast. Spennan nær hámarki um mitt ár 2016 í tæplega 1½% af framleiðslugetu en tekur síðan að minnka á ný, m.a. fyrir tilstilli harðara taumhalds peningastefnunnar. Áfram verður þó nokkur framleiðsluspenna til staðar í lok spátímans. Það eru talsvert breyttar horfur frá nóvember en þá var talið að slakinn hyrfi ekki úr þjóðarútbúinu fyrr en á seinni hluta næsta árs. Rétt er að hafa í huga að matið á framleiðslugetu þjóðarútbúsins er háð mikilli óvissu.
- Samkvæmt niðurstöðum Vinnumarkaðskönnunar Hagstofunnar var vinnuafleiftirspurn töluvert meiri á síðasta fjórðungi ársins

Mynd 25

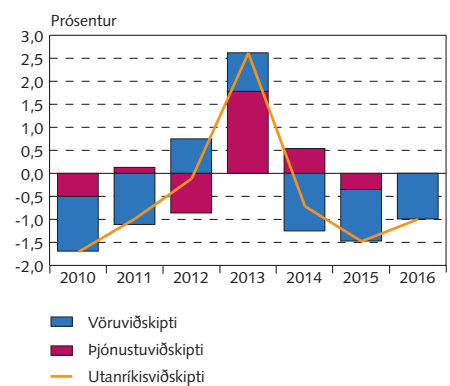
Hagvöxtur á Íslandi og í helstu viðskiptalöndum 2008-2016¹



1. Grunnspá Seðlabankans 2013-2016.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 26

Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar 2010-2016¹

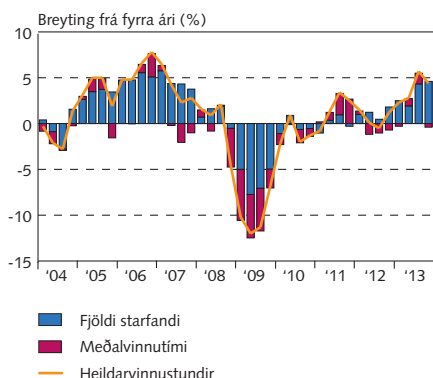


1. Grunnspá Seðlabankans 2013-2016.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 27

Breytingar á atvinnu og vinnutíma

1. ársfj. 2004 - 4. ársfj. 2013

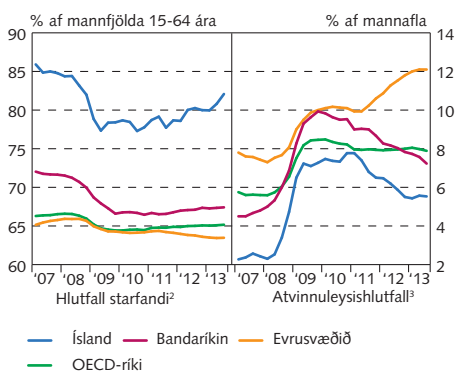


Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 28

Hlutfall starfandi og atvinnuleysi¹

1. ársfj. 2007 - 3. ársfj. 2013

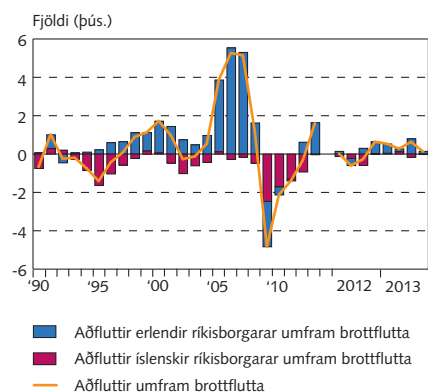


1. Árstíðarleiðréttar tölur. 2. Fjöldi starfandi sem hlutfall af mannfjölda 15-64 ára. 3. Fjöldi atvinnulausra sem hlutfall af vinnuafli 15-64 ára (alþjóðlega samræmdur mælikvarði OECD).

Heimildir: Hagstofa Íslands, OECD, Seðlabanki Íslands.

Mynd 29

Fólksflutningar



Heimild: Hagstofa Íslands.

2013 en gert var ráð fyrir í nóvemberspánni. Þá var spáð 1% fjölgun heildarvinnustunda frá fyrra ári en í reynd fjölgaði þeim um 4,3%. Eins og undangengna ársfjórðunga skýrist meiri fjölgun en spáð var af fjölgun starfandi fólks (4,6%) en meðalvinnutími stýttist um 0,4%. Þótt fjölgun heildarvinnustunda á árinu öllu skýrist nánast algerlega af fjölgun starfandi fólks (3,4%) jókst meðalvinnutími um 0,3% milli ára en hann hafði dregist saman um 0,6% á árinu 2012. Á árinu 2013 fjölgaði heildarvinnustundum því um 3,7% en það er sama fjölgun og var á árunum 2005 og 2007.

- Allir aðrir mælikvarðar á eftirspurn og framboð vinnuafli þróuðust í sömu átt á síðasta ári. Hlutfall starfandi af heildarvinnuafli jókst um 1,4 prósentur milli ára, atvinnuþátttaka jókst um 0,9 prósentur og fólki utan vinnumarkaðar fækkaði um 3,3%.
- Á síðasta fjórðungi ársins 2013 fluttu fleiri til landsins en frá því, fimmta fjórðunginn í röð. Í fyrsta skipti frá falli bankakerfisins fluttu því fleiri til landsins en frá því á árinu í heild eða sem nemur 0,9% af vinnuaflinu. Nettófjölgunin stafar eingöngu af fjölgun erlendra ríkisborgara, sem styður við aðrar vísbendingar um aukna eftirspurn eftir vinnuafli.
- Niðurstöður könnunar Capacent Gallup, sem var framkvæmd í nóvember og desember sl. meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins, benda til þess að vinnuafleiftirspurn gæti aukist hægar á fyrri helmingi þessa árs en í fyrra. Samkvæmt könnuninni vildi svipaður fjöldi fyrirtækja fækka starfsfólki og fjölga því í nóvember 2013 en í tveimur könnunum sem framkvæmdar voru á fyrri hluta ársins vildu um 10% fleiri fyrirtæki fjölga starfsfólki en fækka því.
- Í uppfærðri spá er gert ráð fyrir svipaðri fjölgun heildarvinnustunda og í síðustu spá eða tæplega 1% fjölgun. Horfur fyrir næstu tvö ár eru einnig svipaðar og í nóvember og er spáð um 1% fjölgun að meðaltali á spátímanum.
- Atvinnuleysi samkvæmt skrá Vinnuálastofnunar (VMST) var heldur minna en gert var ráð fyrir í síðustu spá Seðlabankans á síðasta fjórðungi síðasta árs. Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi var 4,1% á fjórðungnum samkvæmt VMST en 5,3% eins og það mælist í Vinnumarkaðskönnun (VMK) Hagstofu Íslands.⁵ Á mælikvarða VMST hafði atvinnuleysi minnkað um 1,1 prósentu frá sama tíma árið áður en um 0,2 prósentur samkvæmt VMK. Eins og búast mátti við var atvinnuleysi því einnig heldur meira á mælikvarða VMK á síðsta ári (5,4%) en VMST (4,4%) þar sem tímabundið ákvæði um lengingu bótaréttar úr þremur í fjögur ár var ekki framlengt fyrir síðasta ár en VMK tekur einnig þá með sem hafa misst bótarétt.
- Áfram má gera ráð fyrir að skráð atvinnuleysi mælist eitthvað minna en samkvæmt tölum VMK á þessu ári. Spáð er að skráð

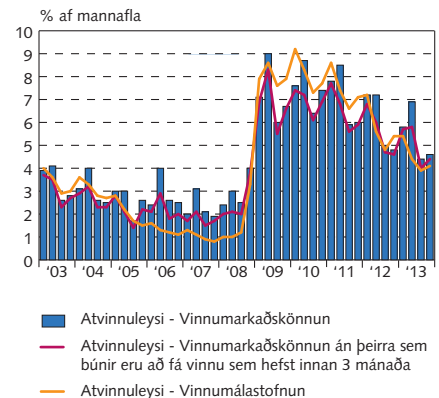
5. Samkvæmt skilgreiningu VMK eru þeir sem þegar hafa fengið vinnu en eru ekki byrjaðir að vinna atvinnulausir. Atvinnuleysi samkvæmt VMK var 5% án þeirra sem höfðu þegar fengið vinnu sem ekki var hafin.

atvinnuleysi verði 3,7% í ár og að það verði komið niður í 3,5% árið 2016, sem er heldur minna en spáð var í nóvember, en þá var áætlað að það myndi minnka í tæplega 4%.

- Á síðasta fjórðungi ársins 2013 hækkuðu laun heldur meira en gert var ráð fyrir í nóvemberspánni. Launavísitalan hækkaði um tæplega 1% milli fjórðunga og nam árhækkun hennar 6%.
- Áætlað er að bein hækkun vegna kjarasamninga sem undirritaðir voru á almennum vinnumarkaði rétt fyrir jól sé 3,2% (2,8% vegna hækkunar almennra launataxta og 0,4% vegna viðbótarhækkunar lægstu launataxta). Að auki ganga samningsaðilar út frá því að aðrar launabreytingar í tengslum við framkvæmd samninga á árinu verði ekki meiri en svo að launavísitala Hagstofu Íslands hækki um minna en 4% á tímabilinu frá desember 2013 til desember 2014. Gengi það eftir hefði það í för með sér rúmlega ½ prósentu hækkun launa til viðbótar við beinar umsamdar hækkunar. Í ljósi þess að umsamdar launahækkunar hafa að meðaltali verið um 60% af breytingu launavísitölunnar frá árinu 1990 gæti þetta verið vanmat.
- Aðeins um helmingur aðildarfélaganna Alþýðusambands Íslands á almennum vinnumarkaði samþykkti kjarasamninginn í atkvæðagreiðslu í janúar. Í forsendum spárinnar nú er gert ráð fyrir að samningar takist á svipuðum nótum við flest félög sem ekki samþykktu kjarasamninginn og við félög opinberra starfsmanna en kjarasamningar þeirra eru lausir eða verða lausir á næstu mánuðum. Jafnframt er gert ráð fyrir að launaskrið verði heldur meira en samningsaðilar gera ráð fyrir. Launahækkunar vegna samninganna verða þó heldur minni en gert hefur verið ráð fyrir í síðustu spám *Peningamála*. Á næsta ári er gert ráð fyrir svipaðri hækkun launa og í ár, en að hún taki gildi fyrr á árinu. Hækkun launa milli ársmeðaltala verður því lítillega meiri árið 2015 en í ár. Á árinu 2016 er hins vegar gert ráð fyrir að umsamdar launahækkunar verði heldur minni en í ár og á næsta ári þar sem gert er ráð fyrir tiltölulega framhlöðnum tveggja ára samningi árið 2015.
- Forsendur um annan launakostnað breytast lítillega frá síðustu spá þar sem samið var um 0,1% hækkun framlags atvinnurekenda til fræðslu- og starfsmenntasjóða sem komi til framkvæmda hjá flestum félögum við gildistöku samningsins. Einnig er gert ráð fyrir 0,2% hækkun launakostnaðar atvinnurekenda um mitt ár þar sem fleiri sjái sér hag í að nýta sér séreignarsparnað í tengslum við aðgerðir stjórnvalda vegna lækkunar húsnæðisskulda heimila (sjá nánar í viðauka 2).
- Til viðbótar við lítillega minni hækkun launa á spátímanum eru horfur á hraðari framleiðnivexti á spátímanum en í síðustu *Peningamálum*. Launakostnaður á framleidda einingu vex um tæp 4% í ár. Á næstu tveimur árum verður árleg hækkun launa hins vegar nokkurn veginn í samræmi við verðbólguþröngun Seðlabankans eða ½-1 prósentu minni en spáð var í nóvember.

Mynd 30

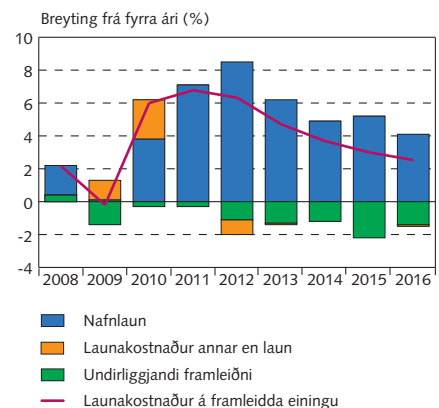
Mismunandi mælikvarðar á atvinnuleysi
1. ársfj. 2003 - 4. ársfj. 2013



Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnulástofnun.

Mynd 31

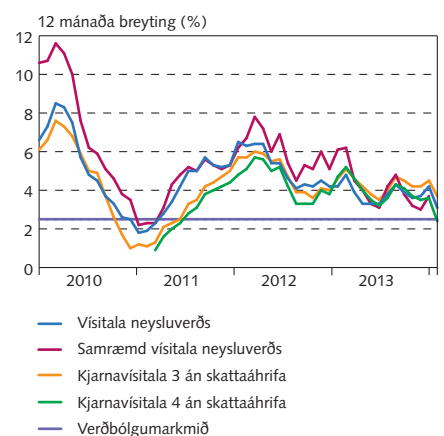
Launakostnaður á framleidda einingu
og framlag undirliða 2008-2016¹



1. Framleiðni aukning kemur fram sem neikvætt framlag til hækkunar á launakostnaði á framleidda einingu. Grunnspá Seðlabankans 2013-2016.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 32

Verðbólga á ýmsa mælikvarða¹
Janúar 2010 - janúar 2014

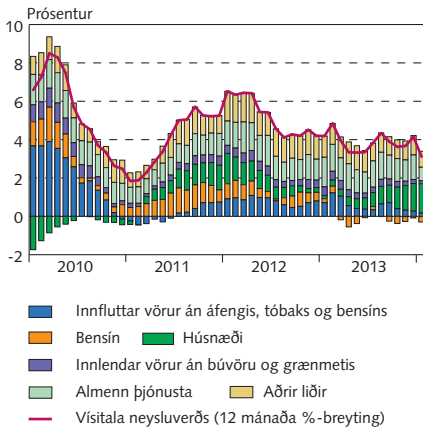


1. Kjarnavísitala 3 er vísitala neysluverðs án búvöru, grænmetis, ávaxta, bensins, opinberra þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislaána. Í kjarnavísitölu 4 er að auki markaðsverð húsnæðis undanskilið.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 33

Undirlíðir verðbólga

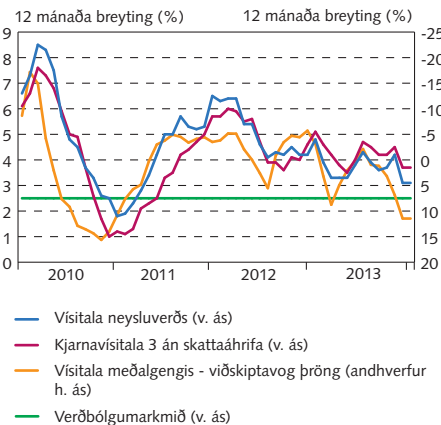
Framlag einstakra undirlíða til verðbólgu jan. 2010 - jan. 2014



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 34

Verðbólga, kjarnaverðbólga og gengi krónunnar
Janúar 2010 - janúar 2014

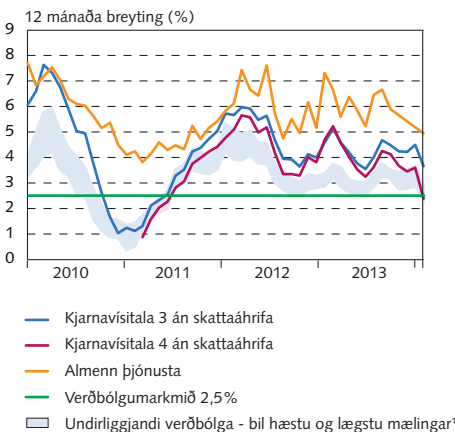


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 35

Ýmsir mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu
og verðbólguþrýsting

Janúar 2010 - janúar 2014



1. Undirliggjandi verðbólga er mæld sem klippt meðaltal (e. trimmed mean) þar sem 10%, 15%, 20% og 25% þeirra undirlíða sem breytast mest í verði eru undanskilin.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Verðbólga

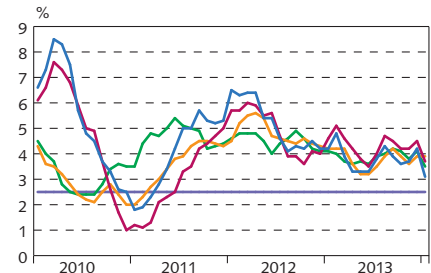
- Verðbólga mældist 3,8% á fjórða ársfjórðungi 2013 rétt eins og gert var ráð fyrir í nóvemberspá bankans. Sem fyrr voru megindrífkraftar verðbólgunnar af innlendum toga, þ.e. hækkun húsnæðisliðar og verðs á almennri þjónustu, en á móti vógu verðlækkunar á innfluttri vöru og bensíni. Meðalverðbólga ársins var 3,9% og minnkaði úr 5,2% árið 2012.
- Vísitala neysluverðs lækkaði um 0,72% milli mánaða í janúar sl. eftir að hafa hækkað nokkuð mánuðina tvo á undan. Lækkunina í janúar má að mestu leyti rekja til útsöluáhrifa á fötum, skóm og heimilisbúnaði en útsöluáhrifin voru þó sterkari í fyrra. Einnig lækkuðu flugfargjöld og bensínverð en á móti vógu verðhækkunar í heilbrigðisþjónustu og hækkun kostnaðar vegna húsnæðis, hita og rafmagns. Áhrif óbeinna skatta námu 0,08% til hækkunar en það eru talsvert minni áhrif en fyrri áætlanir höfðu gert ráð fyrir. Vísitala neysluverðs án skatta lækkaði því svipað milli mánaða og heildarvísitalan eða um 0,8%.
- Ársverðbólga mældist 3,1% í janúar en var 4,2% í desember. Nokkur grunnáhrif voru fyrir hendi þar sem vísitala neysluverðs hafði hækkað um 0,3% í janúar 2013. Um helming ársverðbólgunnar í janúar má rekja til húsnæðisliðar vísitölunnar sem hefur hækkað um 7,6% sl. tólf mánuði. Um fimmtung ársverðbólgunnar má rekja til hækkunar á almennri þjónustu en á móti vó lítil innflutt verðbólga og hækkun gengis krónunnar sem eiga veigamikinn þátt í hjöðnun almennrar verðbólgu.
- Mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu hafa einnig hjaðnað. Þannig lækkaði kjarnavísitala 3, sem undanskilur áhrif óbeinna skatta, sveiflukendra matvöruhlíða, bensíns, opinberrar þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislána, um 1% í janúar og mældist undirliggjandi ársverðbólga á þennan mælikvarða 3,7% og hafði þá hjaðnað úr 4,5% í desember. Sé markaðsvirði húsnæðis einnig undanskilið (kjarnavísitala 4), mælist undirliggjandi verðbólga enn minni eða 2,4%. Aðrir mælikvarðar á undirliggjandi verðbólguþrýsting gefa einnig til kynna að verðbólga hafi hjaðnað nokkuð. Þannig nam árshækkun almennrar þjónustu, sem jafnan gefur vísbendingu um innlendan verðbólguþrýsting, 3,3% í janúar en var 6,1% í desember. Tölfræðilegir mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu benda jafnframt til þess að undirliggjandi verðbólga liggja á bilinu 2½-3%.
- Í kjölfar hjöðunar verðbólgu í janúar og aukinna væntinga um hóflegar launahækkunar á árinu hafa verðbólguvæntingar lækkað. Þannig hefur verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til næstu tveggja ára lækkað um ¼ úr prósentu frá því í nóvember en um tæplega 0,2 prósentur til næstu fimm og tíu ára. Sambærileg lækkun hefur einnig orðið á verðbólguálaginu til fimm ára eftir fimm ár. Á alla þessa kvarða mælast verðbólguvæntingar nú á bilinu 3,3-3,7%. Væntingar markaðsaðila um verðbólgu næstu tvö ár hafa lækkað heldur meira eða um 0,5-0,7 prósentur og vænta þeir að verð-

bólga verði um 3,5% eftir tvö ár. Verðbólguvæntingar þeirra til lengri tíma lítið hafa hins vegar ekki breyst frá síðustu könnun og gera þeir áfram ráð fyrir að verðbólga verði um 4% að meðaltali næstu tíu ár. Væntingar heimila og fyrirtækja um verðbólgu næstu missera hafa lítið breyst – en það gæti endurspeglad að kannanir á væntingum þeirra voru gerðar fyrir niðurstöðu kjarasamninga og verðbólguælingu janúarmánaðar.

- Vegna mikillar hækkunar vísitölu neysluverðs í febrúar í fyrra er útlit fyrir að ársverðbólgan minnki enn frekar í febrúar og að hún verði við eða mjög nálægt 2,5% verðbólguþolmið bankans. Gert er ráð fyrir að verðbólgan fari í 2,7% á fyrsta ársfjórðungi, sem er um ½ prósentu minni verðbólga en spáð var í *Peningamálum* í nóvember. Samkvæmt spánni verður verðbólgan á svipuðu róli það sem eftir lifir árs. Vegast þar á áhrif minni verðbólgu í upphafi spárinnar, hærra gengis krónunnar og minni hækkunar launakostnaðar á framleidda einingu en spáð var í nóvember og áhrif minni framleiðslulaka.
- Eins og áður hefur verið rakið er því spáð að framleiðsluspenna taki að myndast á næsta ári og fara vaxandi fram undir seinni hluta árs 2016. Gangi það eftir er útlit fyrir að verðbólga aukist á ný snemma á næsta ári og verði orðin meiri en 3% á næstu tveimur árum en taki að hjaðna á ný í lok spátímans, m.a. fyrir tilstilli stífara taumhalds peningastefnunnar. Verðbólga verður þó enn tæplega ½ prósentu yfir verðbólguþolmiðinu í lok spátímans, enda enn nokkur framleiðsluspenna þá til staðar en þá leggst á eitt að áhrif skuldaaðgerða stjórnvalda ná hámarki og nokkur þungi verður í efnahagsumsvifum í tengslum við framkvæmdir í orkufrekum iðnaði.
- Mikil óvissa er um verðbólguhorfur, m.a. vegna óvissu um niðurstöðu kjarasamninga, óvissu um þróun gengis krónunnar og áhrif skuldalækkunaraðgerða og annarra aðgerða stjórnvalda til að örva eftirspurn. Einnig er mikil óvissa um framgang áætlana um uppbyggingu í orkufrekum iðnaði á næstu árum og um framleiðslugetu þjóðarþúsins. Það eykur óvissuna enn frekar að þótt verðbólguvæntingar hafi lækkað aðeins undanfarið eru þær enn nokkuð yfir verðbólguþolmiðinu. Til að endurspeglar óvissuna í grunnspánni sýnir mynd 38 mat á líkindadreifingu verðbólguþolinnar. Myndin sýnir bil sem eru þannig að 50%, 75% og 90% líkur eru á að verðbólga verði innan viðkomandi bils á spátímanum. Samkvæmt matinu á líkindadreifingunni eru um helminglíkur á að verðbólga verði á bilinu 2-3,3% á síðasta fjórðungi þessa árs og á bilinu 1,9-4% í lok spátímans. Óvissuþættir verðbólguþolinnar eru í meginatriðum þeir sömu og í nóvemberspánni en nú er talið að óvissubilið sé nokkurn veginn samhverft í stað þess að vera skekkt upp á við í nóvember.

Mynd 36

Verðbólga, kjarnaverðbólga og langtíma-verðbólguvæntingar
Janúar 2010 - janúar 2014

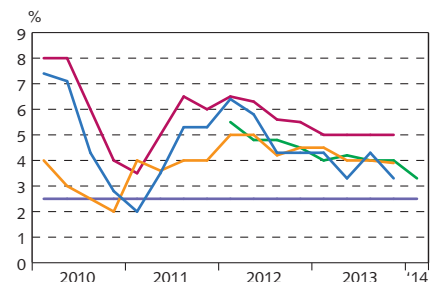


— Verðbólga
— Kjarnaverðbólga 3 án skattaáhrifa
— Verðbólguálag næstu 5 ára
— Verðbólguálag næstu 5 ára eftir 5 ár
— Verðbólguþolmið

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 37

Verðbólga og verðbólguvæntingar
1. ársfj. 2010 - 1. ársfj. 2014



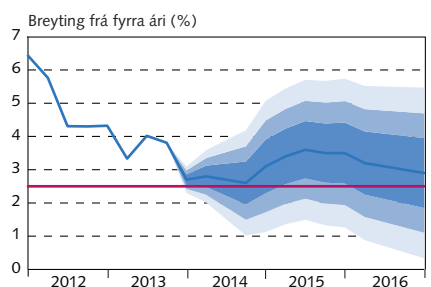
— Verðbólga
— Verðbólguvæntingar heimila
— Verðbólguvæntingar stærstu fyrirtækja¹
— Verðbólguvæntingar markaðsaðila
— Verðbólguþolmið

1. Mælingar á verðbólguvæntingum fyrirtækja voru framkvæmdar óreglulega fram að þriðja ársfjórðungi 2006 og því er brúað á milli mælinga fram að því.

Heimildir: Capacent Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 38

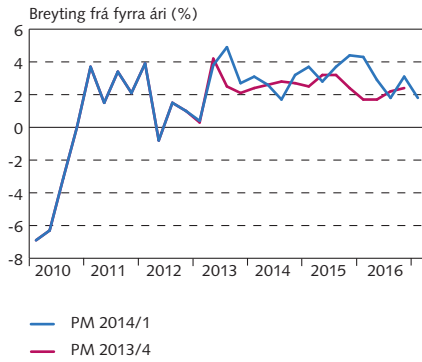
Verðbólguþolinn og óvissumat



— PM 2014/1
— Verðbólguþolmið
■ 50% líkindabil
■ 75% líkindabil
■ 90% líkindabil

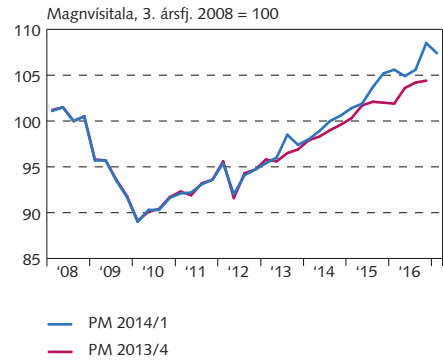
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 39
Hagvöxtur - samanburður við PM 2013/4



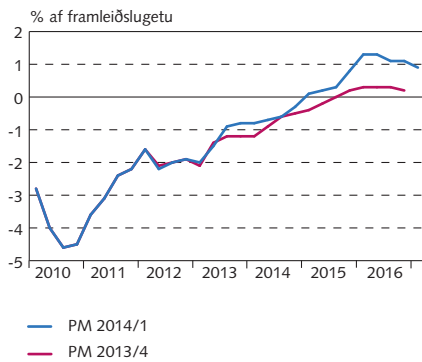
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 40
Árstíðarleiðrétt verg landsframleiðsla - samanburður við PM 2013/4¹



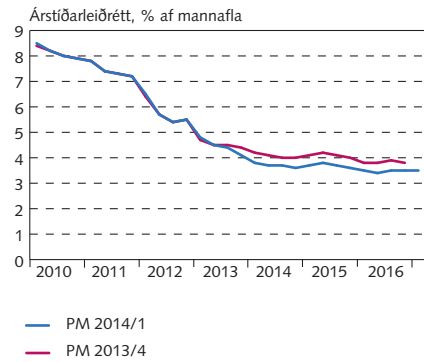
1. Árstíðarleiðrétt gögn Seðlabankans.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 41
Framleiðsluspenna - samanburður við PM 2013/4



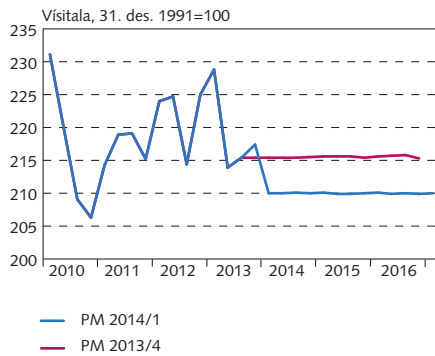
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 42
Atvinnuleysi - samanburður við PM 2013/4



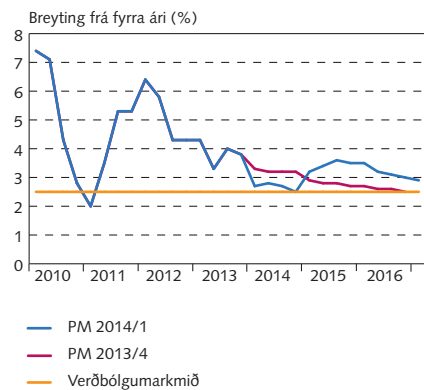
Heimildir: Vinnuáætlun, Seðlabanki Íslands.

Mynd 43
Gengi krónu gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu - samanburður við PM 2013/4



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 44
Verðbólga - samanburður við PM 2013/4



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Viðauki 1

Yfirlit þjóðhags- og verðbólguþáttar 2014/1

 Tafla 1 Þjóðhagsþáttar¹

Landsframleiðsla og helstu undirliðir hennar	Í ma.kr.	Magnbreytingar frá fyrra ári (%) nema annað sé tekið fram				
		Spá				
	2012	2012	2013	2014	2015	2016
Einkaneysla	912,9	2,4 (2,4)	1,6 (1,9)	4,6 (2,3)	4,3 (2,5)	2,9 (2,5)
Samneysla	430,4	-1,4 (-1,4)	1,2 (1,2)	0,6 (0,7)	0,2 (0,4)	0,4 (0,6)
Fjármunamyndun	246,9	5,0 (5,0)	-4,3 (-4,1)	5,4 (8,9)	20,1 (22,8)	14,7 (-1,3)
Atvinnuvegafjárfesting	168,6	7,8 (7,8)	-11,9 (-13,0)	0,8 (4,8)	25,8 (31,2)	17,7 (-5,8)
Fjárfesting í íbúðarhúsnæði	44,9	6,9 (6,9)	15,7 (20,1)	20,3 (24,5)	16,6 (14,1)	16,4 (14,5)
Fjárfesting hins opinbera	33,5	-9,1 (-9,1)	8,8 (12,1)	6,1 (3,9)	0,7 (0,1)	-4,0 (-4,3)
Þjóðarútgjöld	1.594,6	1,6 (1,6)	0,4 (0,7)	3,6 (2,8)	5,5 (5,1)	4,2 (1,3)
Útflutningur vöru og þjónustu	1.009,5	3,8 (3,8)	4,7 (3,4)	1,4 (2,2)	1,8 (1,6)	2,4 (2,5)
Innflutningur vöru og þjónustu	905,5	4,7 (4,7)	0,3 (0,8)	3,1 (2,6)	5,1 (5,8)	4,6 (1,3)
Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar	-	-0,1 (-0,1)	2,6 (1,6)	-0,7 (0,0)	-1,5 (-2,0)	-1,0 (0,7)
Verg landsframleiðsla	1.698,5	1,4 (1,4)	3,0 (2,3)	2,6 (2,6)	3,7 (2,8)	3,0 (2,0)

Aðrar lykilstærðir

Verg landsframleiðsla á verðlagi hvers árs (í ma.kr.)	1.698 (1.698)	1.789 (1.771)	1.867 (1.865)	1.991 (1.963)	2.104 (2.052)
Vöru- og þjónustujöfnuður (% af landsframleiðslu)	6,1 (6,1)	7,4 (6,1)	6,0 (5,4)	4,0 (2,9)	2,3 (3,1)
Viðskiptajöfnuður (% af landsframleiðslu)	-5,1 (-5,5)	3,0 (0,5)	0,8 (-2,3)	-1,0 (-4,7)	-2,8 (-4,7)
Undirliggjandi viðskiptajöfnuður (% af landsframleiðslu) ²	2,8 (2,4)	5,3 (3,1)	0,8 (0,5)	-1,0 (-2,1)	-2,8 (-2,2)
Viðskiptakjör vöru og þjónustu (br. milli ársmeðaltala)	-3,5 (-3,5)	-1,3 (-2,0)	-0,4 (-0,7)	-0,7 (-0,8)	-1,2 (-0,7)
Heildarfjármunamyndun (% af landsframleiðslu)	14,5 (14,5)	13,4 (13,8)	13,6 (14,8)	15,7 (17,5)	17,5 (17,0)
Atvinnuvegafjárfesting (% af landsframleiðslu)	9,9 (9,9)	8,4 (8,5)	8,0 (8,7)	9,6 (11,1)	11,1 (10,2)
Framleiðsluspenna (% af framleiðslugetu)	-1,9 (-1,9)	-0,8 (-1,2)	-0,3 (-0,5)	0,8 (0,2)	1,1 (0,2)
Launakostnaður á framleidda einingu (br. ársmeðaltala) ³	6,4 (6,3)	4,7 (4,4)	3,7 (4,0)	3,0 (3,5)	2,6 (3,5)
Kaupmáttur ráðstöfunartekna (br. milli ársmeðaltala)	-0,5 (-0,6)	4,1 (3,5)	2,7 (1,8)	2,2 (3,5)	2,4 (3,2)
Atvinnuleysi (% af mannafla)	5,8 (5,8)	4,4 (4,5)	3,7 (4,1)	3,7 (4,1)	3,5 (3,8)
Vísitala meðalgengis – viðskiptavog þröng (31/12 1991 = 100)	222,0 (222,0)	218,9 (218,4)	210,1 (215,4)	210,1 (215,6)	210,1 (215,6)
Verðbólga (ársmeðaltal, %)	5,2 (5,2)	3,9 (3,9)	2,7 (3,2)	3,4 (2,8)	3,2 (2,6)
Verðbólga án skattaáhrifa (ársmeðaltal, %)	5,0 (5,0)	3,7 (3,7)	2,6 (2,9)	3,4 (2,8)	3,2 (2,6)

1. Tölur í svigum eru skv. spá *Peningamála* 2013/4. 2. Leiðrétt er fyrir reiknuðum tekjum og gjöldum innlánsstofnana í slitameðferð. Frá fyrsta ársfjórðungi ársins 2014 er einnig leiðrétt fyrir áhrifum uppgjörs búa þeirra. Á árinu 2012 er einnig leiðrétt fyrir áhrifum lyfjafyrirtækisins Actavis á þáttatekjufjöfnuðinn. 3. Miðað við undirliggjandi framleiðni.

 Tafla 2 Verðbólguþáttar (%)¹

Ársfjórðungur	Verðbólga (br. frá sama tíma árið áður)	Verðbólga án skattaáhrifa (br. frá sama tíma árið áður)	Verðbólga (br. frá fyrri ársfjórðungi á ársgrundvelli)
	Mæld gildi		
2012:4	4,3 (4,3)	4,1 (4,1)	3,9 (3,9)
2013:1	4,3 (4,3)	4,2 (4,2)	6,5 (6,5)
2013:2	3,3 (3,3)	3,2 (3,2)	4,1 (4,1)
2013:3	4,0 (4,0)	3,9 (3,9)	1,7 (1,7)
2013:4	3,8 (3,8)	3,7 (3,7)	3,1 (3,0)
Spáð gildi			
2014:1	2,7 (3,3)	2,6 (3,0)	2,0 (4,5)
2014:2	2,8 (3,2)	2,7 (2,9)	4,5 (3,6)
2014:3	2,7 (3,2)	2,6 (2,9)	1,3 (1,7)
2014:4	2,6 (3,2)	2,5 (2,9)	2,5 (3,1)
2015:1	3,1 (2,9)	3,1 (2,9)	4,3 (3,1)
2015:2	3,4 (2,8)	3,4 (2,8)	5,5 (3,3)
2015:3	3,6 (2,8)	3,6 (2,8)	2,0 (1,7)
2015:4	3,5 (2,7)	3,5 (2,7)	2,4 (2,7)
2016:1	3,5 (2,7)	3,5 (2,7)	4,2 (3,2)
2016:2	3,2 (2,6)	3,2 (2,6)	4,2 (2,6)
2016:3	3,1 (2,6)	3,1 (2,6)	1,8 (1,9)
2016:4	3,0 (2,5)	3,0 (2,5)	2,0 (2,3)
2017:1	2,9	2,9	3,7

1. Tölur í svigum eru skv. spá *Peningamála* 2013/4.

Viðauki 2

Efnahagsleg áhrif aðgerða stjórnvalda til lækkunar húsnæðisskulda heimila

Í samræmi við stefnuyfirlýsingu núverandi ríkisstjórnar og ályktun Alþingis frá því í júní í fyrra skipaði forsætisráðherra sérfræðingahóp sem falið var að útfæra mismunandi leiðir til að ná fram lækkun á höfuðstól verðtryggðra húsnæðislána og koma með tillögu um skilvirkustu leiðina að því markmiði.

Sérfræðingahópurinn skilaði af sér tillögum 29. nóvember sl. (sjá forsætisráðuneytið, 2013). Í meginatriðum skiptast tillögur hópsins í tvo þætti: annars vegar beina lækkun verðtryggðra húsnæðisskulda heimila sem verður fjármögnuð í gegnum ríkissjóð og hins vegar skattfrelsi greiðslna úr séreignarlífeyrissparnaði sem nýttur yrði til þess að greiða niður húsnæðisskuldir. Samkvæmt áætlun sérfræðingahópsins er gert ráð fyrir að með þessum aðgerðum geti lántakar náð fram umtalsverðri lækkun höfuðstóls húsnæðisskulda sinna á næstu fjórum árum.

Í þessum viðauka er gerð grein fyrir mati Seðlabanka Íslands á áhrifum þessarar aðgerðar á efnahagssumsvif og verðbólgu á árunum 2014-2018. Ekki er lagt sérstakt mat á áhrifin á stöðu ríkissjóðs, heldur gert ráð fyrir að aðgerðin sé að fullu fjármögnuð. Hér er ekki heldur fjallað sérstaklega um hugsanleg áhrif aðgerðarinnar á fjármálakerfið eða úrlausn greiðslujafnaðarvanda þjóðarbúsins og losun fjármagnshafða. Eingöngu eru greind áhrifin á almenna eftirspurn og verðbólgu, og hugsanleg viðbrögð peningastefnunnar við þeim.¹

Bein lækkun höfuðstóls verðtryggðra húsnæðislána

Sérfræðingahópurinn leggur til að verðtryggð húsnæðislán verði færð niður um fjárhæð sem samsvarar verðbótum sem féllu til á tímabilinu desember 2007 til ágúst 2010 umfram 4,8% meðalverðbólgu árunna 2001-2007. Verðbætur umfram viðmiðið verða því endurgreiddar og koma til niðurgreiðslu á höfuðstól lánsins. Áætlað er að endurgreiðslan samsvari um 13% lækkun á höfuðstól, en vísitala neysliverðs til verðtryggingar hækkaði um 14,9% umfram 4,8%-viðmiðið á ári á umræddu tímabili.

Samkvæmt tillögum hópsins er gert ráð fyrir 4 m.kr. hámarki á hvert heimili en talið er að 90% heimila verði ekki fyrir skerðingu af þessari takmörkun. Til frádráttar koma fyrri úrræði til lækkunar höfuðstóls sem lántakandi hefur notið, t.d. svokölluð 110%-leið, sérstakar vaxtabætur, greiðsluáðlögun eða sértæk skuldaáðlögun.

Lagt er til að niðurfærslan sé útfærð þannig að húsnæðislánnum sem falla undir fyrrgreind skilyrði verði skipt í tvo greiðsluhluta: annars vegar „frumhluta“ upphaflegs láns og hins vegar „leiðréttingarhluta“ lánsins, sem eins og áður segir er áætlað að nemi að jafnaði allt að 13% af höfuðstól upphaflega lánsins. Lántakinn hættir þá að greiða af leiðréttingarhlutanum, þótt áfram sé gert ráð fyrir að hann sé ábyrgur

1. Fjallað verður um möguleg áhrif aðgerðarinnar á fjármálakerfið og Íbúðalánasjóð í riti bankans *Fjármálastöðugleiki 2014/1* sem væntanlegt er 9. apríl nk.

fyrir honum, en í hans stað greiðir ríkissjóður upp leiðréttingarhlutann með jöfnum afborgunum yfir fjögurra ára tímabil. Samkvæmt mati sérfræðingahópsins er áætlað að verðtryggðar skuldir sem heimilin þurfa að standa skil á lækki strax um 72 ma.kr. en að kostnaður ríkissjóðs af þessum hluta aðgerðarinnar nemi um 80 ma.kr. sem dreifist yfir fjögurra ára tímabil. Mismunurinn, 8 ma.kr., er vegna áfallinna vaxta og verðbóta, uppgreiðsluákvæða skuldabréfanna og mismunar markaðs- og nafnvirðis lánanna sem heimilin hefðu ella þurft að greiða. Eins og rakið er hér á eftir er ætlunin að fjármagna þennan hluta með skatti á fjármálafyrirtæki og bú fallinna fjármálafyrirtækja og eru ákvæði um fyrsta áfangann þegar í fjárlögum þessa árs.

Lækkun verðtryggðra húsnæðisskulda með séreignarsparnaði og skattaívilnun

Hinn hluti aðgerðarinnar gengur út á að heimila einstaklingum sem skulda húsnæðislán að nýta greiðslur sem ella rynnu inn í séreignarlífeyrissjóði til þess að lækka höfuðstól lánanna. Í skýrslu sérfræðingahópsins er einnig nefnt að þeir sem ekki eiga húsnæði gætu ráðstafað séreignarlífeyrissparnaði sínum með sama hætti skattfrjálst inn á sérstaka húsnæðissparnaðarreikninga. Með þessum hluta aðgerðarinnar gefur ríkissjóður eftir tekjuskatt af allt að 4% iðgjaldi launþega og 2% mótframlagi launagreiðanda gegn því að þeim fjármunum sé varið til greiðslu inn á höfuðstól lánsins. Lagt er til að skattleysið sé takmarkað við 500 þ.kr. á ári á fjölskyldu og á úrræðið að gilda í þrjú ár. Sérfræðingahópurinn leggur jafnframt til að aðgerðin takmarkist við þá sem voru með húsnæðislán fyrir 1. desember 2013, þótt það gæti reynst erfitt í reynd þar sem einnig er lagt til að þetta úrræði standi leigjendum til boða. Umfang aðgerðarinnar er metið vera 70 ma.kr. af sérfræðingahópnum.² Hlutur ríkissjóðs í gegnum skattaeftirgjöfina er því um 28 ma.kr. (þ.e. 40% af 70 ma.kr.) en afgangurinn, 42 ma.kr., er eigið framlag lífeyrissparanda til lækkunar á eigin skuldum.³

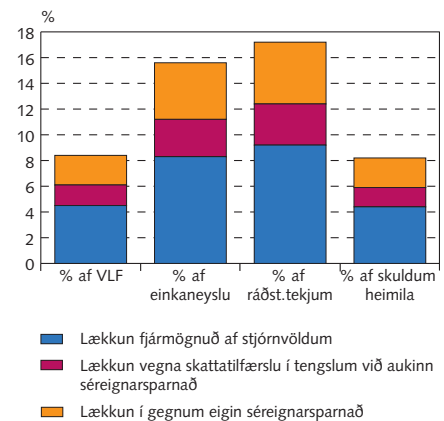
Heildarumfang skuldaaðgerðarinnar

Sérfræðingahópurinn áttar að heildarumfang aðgerðarinnar nemi 150 ma.kr. sem dreifist yfir fjögurra ára tímabil. Þar af leggja stjórnvöld samtals til 108 ma.kr. (þ.e. 80 ma.kr. vegna lækkunar höfuðstóls húsnæðisskulda og 28 ma.kr. vegna fyrrgreinds skattfrelsis séreignarsparnaðar) en 42 ma.kr. koma úr séreignarlífeyrissparnaði húsnæðislántakenda. Eins og sjá má á mynd 1 samsvarar umfang aðgerðarinnar u.þ.b. 8½% af áætlaðri landsframleiðslu síðasta árs eða 15½% af einkaneyslu og um 17½% af áætluðum ráðstöfunartekjum heimilanna. Þar af sam-

2. Misræmis gætir í skýrslu sérfræðingahópsins um stærðargráðu þessa hluta. Á bls. 7 (forsætisráðuneytið, 2013) er talað um að skuldalækkunin vegna þessa hluta aðgerðarinnar nemi 70 ma.kr., og er þessi tala jafnan notuð í almennri umræðu um skuldaaðgerðina. Á bls. 45-46 er hins vegar talað um að séreignarsparnaðarleiðin muni lækka skuldir þeirra sem nú þegar nýta sér leiðina um 67 ma.kr. og skuldir þeirra sem kæmu nýir í hana um 15 ma.kr., eða samtals 82 ma.kr. Í greiningu bankans er kosið að miða við fyrri töluna þar sem hún virðist vera til viðmiðunar hjá stjórnvöldum við mat á umfangi aðgerðarinnar.

3. Hér er miðað við að ef þessi sparnaður hefði verið greiddur út líkt og annar viðbótarsparnaður hefði hann verið skattlagður eins og um væri að ræða tekjur sem fallið hefðu undir miðþrep tekjuskattsins eins og hann er árið 2014. Um þessa forsendu ríkir ákveðin óvissa þar sem hluti teknanna kann að lenda í lægra skattþrepi og hluti kann að lenda í hærri þrepi. Ólíkar forsendur um jaðarskattþrep þessa sparnaðar breyta þó litlu um meginniðurstöðuna.

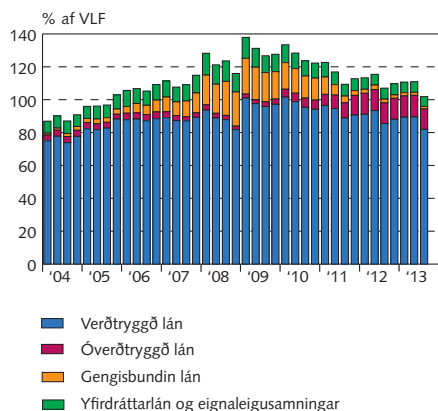
Mynd 1
Umfang skuldalækkunaraðgerða
Hlutfall af áætluðum hagstærðum 2013



Heimildir: Forsætisráðuneytið (2013), Seðlabanki Íslands.

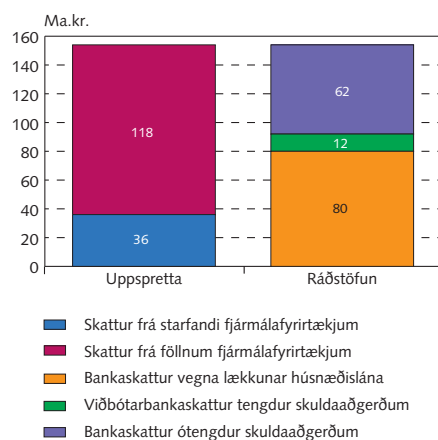
Mynd 2
Skuldir heimila¹

1. ársfj. 2004 - 3. ársfj. 2013



1. Miðað er við landsframleiðslutölur árstíðarleiðréttar af Seðlabankanum.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 3
Áætlaður bankaskattur



Heimildir: Fjármálaráðuneytið, Forsætisráðuneytið (2013),
Seðlabanki Íslands.

svarar framlag stjórnvalda u.þ.b. 6% af landsframleiðslu, ríflega 11% af áætlaðri einkaneyslu og 12½% af áætluðum ráðstöfunartekjum.⁴ Ætla má að skuldir heimila minnki vegna þessa um 8% og gætu því að öðru óbreyttu farið úr 102% af landsframleiðslu á þriðja fjórðungi sl. árs í 94% þegar áhrif aðgerðarinnar eru að fullu komin fram. Þar sem bein lækkun höfuðstóls skulda beinist eingöngu að verðtryggðum skuldum mun hlutdeild verðtryggðra lána í skuldum heimila minnka enn frekar frá því sem nú er (mynd 2).⁵

Fjármögnun aðgerðarinnar

Áformað er að fjármagna skuldalækkunaraðgerðina með sérstökum bankaskatti á fjármálafyrirtæki og bú fallinna fjármálafyrirtækja. Áætlað er að sá hluti bankaskattsins sem er eyrnamerkur skuldalækkuninni nemi 23 ma.kr. á ári eða samtals 92 ma.kr. yfir fjögurra ára tímabil (mynd 3). Þar af fara 20 ma.kr. á ári eða samtals 80 ma.kr. til að fjármagna lækkun skulda sem skiptist eins og áður segir í 72 ma.kr. til lækkunar höfuðstóls verðtryggðra lána og 8 ma.kr. vegna áfallinna vaxta og verðbóta, uppgreiðsluákvæða skuldabréfa og mismunar markaðs- og nafnvirðis lánanna. Afganginn eða 3 ma.kr. á ári (samtals 12 ma.kr. á fjórum árum) á að nota til að tryggja fulla fjármögnun aðgerðarinnar. Þar af eru 1,8 ma.kr. til að mæta áætluðu tekjutapi ríkissjóðs vegna hækkunar framlags í séreignarlífeyrissparnað úr 2% í 4% á þessu ári og 2 ma.kr. vegna almenns kostnaðar við framkvæmd aðgerðarinnar. Afganginum, 8,2 ma.kr., er t.d. ætlað að mæta kostnaði Íbúðalánasjóðs vegna hraðari uppgreiðslu lána og öðrum ófyrirséðum kostnaði sem af aðgerðinni gæti hlotist.

Áætlað er að tekjur af bankaskattinum sjálfum verði hins vegar meiri eða 38,5 ma.kr. á ári (154 ma.kr. á fjögurra ára tímabili). Þeir 62 ma.kr. umfram þá 92 ma.kr. sem tengjast skuldaaðgerðinni eru hluti af almennri tekjuöflun ríkissjóðs og tengjast ekki þeirri aðgerð sem hér er fjallað um.

Gert er ráð fyrir að 36 ma.kr. af 154 ma.kr. bankaskattinum komi frá starfandi fjármálafyrirtækjum en að lunginn af fjárhæðinni eða 118 ma.kr. komi frá búum fallinna fjármálafyrirtækja (mynd 3). Því má ætla að u.þ.b. 70 ma.kr. af þeim 92 ma.kr. sem ætlað er að nota til að fjármagna skuldaaðgerðina komi frá föllum fjármálafyrirtækjum.

Efnahagsleg áhrif aðgerðarinnar: almennt um einstaka áhrifaþætti

Skuldaaðgerðin hefur þau áhrif að hreinn auður heimila eykst. Greiðslu- byrði lána minnkar einnig og tekjur heimila aukast. Aðgerðin gerir það einnig að verkum að laust fé í umferð eykst og launakostnaður atvinnurekenda hækkar sem nemur mótframlagi þeirra í lífeyrissparnað vegna aukinnar notkunar launafólks á séreignarlífeyrissparnaði. Hér á eftir verður fyrst fjallað sérstaklega um hvern þessara áhrifaþætta en síðan verður fjallað um heildaráhrif aðgerðarinnar á efnahagssumsvif og verðbólgu. Sýnt er mat á áhrifum aðgerðanna á helstu efnahags-

4. Byggt er á tölum Hagstofu Íslands fyrir fyrstu þrjá fjórðunga ársins 2013 en spá Seðlabankans í *Peningamálum* 2014/1 fyrir síðasta fjórðunginn.
5. Hægt er að bera saman umfang þessarar aðgerðar við umfang skuldalækkunarinnar í kjölfar dóma um ólögmati gengistryggðra lána og ýmissa aðgerða til lækkunar skulda á árunum 2010-2013 sem fjallað er um í rammagrein IV-1 í *Peningamálum* 2013/2.

stærðir sem endurspeglar líklegustu stærðargráðu hvers áhrifaþáttar. Einnig eru sýnd tvö fráviksdæmi sem endurspeglar hugsanleg efri og neðri mörk áhrifanna. Eins og áður hefur komið fram er gert ráð fyrir að aðgerðin sé að fullu fjármögnuð með fyrrgreindum bankaskatti í samræmi við áform stjórnvalda. Því er ekki gert ráð fyrir að væntingar skapist um að mæta þurfi kostnaði við aðgerðina með skattheimtu á heimilin síðar meir (sem leiði til þess að þau leggi sérstaklega fyrir til að mæta hugsanlegri skattheimtu síðar meir, sk. Ricardian-jafngildisáhrif). Ekki er heldur gert ráð fyrir að aðgerðin muni draga það mikið úr arðsemi starfandi fjármálaþyrirtækja að þau bregðist við með því að auka vaxtamun inn- og útlána til að fjármagna þann kostnað sem þau verða fyrir í kjölfar aðgerðarinnar. Aukist vaxtamunur að ráði gæti það hins vegar myndað eitthvert mótvægi við eftirspurnaráhrif aðgerðanna. Um allar þessar forsendur ríkir hins vegar nokkur óvissa.

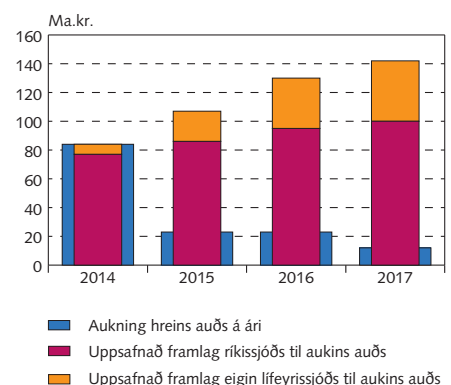
Auðsáhrif

Tilfærsla stjórnvalda til heimilanna veldur því að hreinn auður heimila (þ.e. eignir umfram skuldir) eykst. Að öðru óbreyttu ætti það að auka útgjaldavilja og -getu þeirra. Aukinn hreinn auður gerir heimilum kleift að taka viðbótarlán til að fjármagna aukna einkaneyslu þar sem veðrymi þeirra hefur aukist.⁶ Þau gætu einnig valið að ganga á annan sparnað í ljósi þess að hreinn auður þeirra í húsnæði hafi aukist.

Samkvæmt þjóðhagslíkani Seðlabankans eru bein auðsáhrif á einkaneyslu tiltölulega hófleg: fyrir hverjar 100 kr. í aukinn auð eykst einkaneysla til lengri tíma um u.þ.b. 5½ kr.⁷ Stærðargráðan er í ágætu samræmi við niðurstöður alþjóðlegra rannsókna, en samkvæmt þeim eru auðsáhrifin yfirleitt á bilinu 3-10 kr. fyrir hverjar 100 kr. í aukinn auð (sjá t.d. Davis og Palumbo, 2001, Carroll, Otsuka og Slacalek, 2011, og Gilchrist og Zakrajsek, 2013).

Eins og áður hefur verið fjallað um er gert ráð fyrir að skuldir sem heimilin þurfa að greiða af lækki strax um 72 ma.kr. Þessu til viðbótar eiga skuldir heimila að lækka um 70 ma.kr. með notkun eigin séreignarlífeyrissparnaðar heimilanna. Eins og áður hefur komið fram er þessi hluti aðgerðarinnar talinn fela í sér u.þ.b. 28 ma.kr. skatttilfærslu til heimilanna þar sem ríkissjóður gefur eftir skatttekjur af útgreiðslu séreignarsparnaðarinnar. Afganginn, þ.e. 42 ma.kr., fjármagna heimilin því sjálf með séreignarsparnaði sínum. Á samstæðugrunni, þ.e. þar sem eign heimilanna í lífeyrissjóðunum er tekin með í efnahagsreikningi heimilanna, ætti því hreinn auður að aukast samtals um 100 ma.kr. Í tölum Hagstofu Íslands um opinbert bókhald heimilanna, sem miðað er við í þjóðhagslíkani Seðlabankans, er lífeyriseign þeirra hins vegar ekki tekin með og því mælist eignaaukningin meiri eða 142 ma.kr. (þ.e. 72 ma.kr. eignatilfærslu strax og 70 ma.kr. viðbótaráhrif sem dreifast yfir þetta og næstu þrjú ár, sjá mynd 4). Rétt er að hafa í huga að þótt hreinn auður heimila að meðtalinni lífeyriseign aukist um 100 ma.kr., eykst hrein eign þeirra sem er veðhæft andlag fyrir lántöku um 142

Mynd 4
Skuldalækkun heimila



Heimildir: Forsætisráðuneytið (2013), Seðlabanki Íslands.

6. Á bls. 51 í skýrslu sérfræðingahópsins (forsætisráðuneytið, 2013) er rætt um mögulegar aðgerðir til að takmarka getu heimilanna til endurfjármögnunar húsnæðislána en hugmyndin er ekki nánar útfærð. Reynslan bendir þó til þess að erfitt sé að koma í veg fyrir að aukinn auður leiði til aukinnar einkaneyslu ef það er vilji heimilanna.

7. Sjá Ásgeir Danielsson o.fl. (2009). Notast er við uppfært mat einkaneyslujöfnunnar sem er hluti af útgáfu 3,0 af þjóðhagslíkaninu sem gefin verður út fljótlega.

ma.kr. því að ekki er hægt að nýta lífeyriseign sem veðhæft andlag. Ekki er þó víst að heimilin muni líta þannig á að veðrymið aukist svo mikið og færa má rök fyrir því að 142 ma.kr. endurspegli efri mörk þessara auðsáhrifa en beina eignatilfærslan sem nemur 100 ma.kr. neðri mörk áhrifanna. Hér er því gert ráð fyrir að beinu auðsáhrif liggja þarna á milli, þ.e. að þau nemi 121 ma.kr. (þ.e. 72 ma.kr. eignatilfærslu strax og 49 ma.kr. viðbótaráhrif sem dreifast yfir þetta ár og næstu þrjú ár). Miðað við þjóðhagslíkan bankans gæti þetta aukið einkaneyslu varanlega um tæplega 7 ma.kr. eða sem nemur 0,7% af áætlaðri einkaneyslu ársins 2013. Skammtímaáhrifin gætu þó orðið meiri samkvæmt þjóðhagslíkaninu, þótt á móti komi að hluti skuldalækkunarinnar dreifist yfir fjögurra ára tímabil. Miðað við efri mörk áhrifanna gæti einkaneysla aukist um 8 ma.kr. en 5½ ma.kr. miðað við neðri mörkin. Þjóðhagsleg áhrif aðgerðanna eru metin miðað við meðaltal efri og neðri marka auðsáhrifanna, en færa má rök fyrir því að endanleg áhrif verði nær efri mörkunum í ljósi niðurstöðu rannsóknar Sousa (2009), sem benda til þess að auðsáhrif lækkunar skulda séu að jafnaði meiri en áhrif samvarandi hækkunar eigna.

Áhrif á greiðslubyrði lána

Samkvæmt áætlun sérfræðingahópsins hætta heimilin strax um mitt þetta ár að greiða af 13% af höfuðstól verðtryggðra húsnæðislána sinna eins og hann stóð í desember 2007. Greiðslubyrði þeirra af verðtryggðum húsnæðislánum minnkar því strax. Í takt við forsendur sem greining stjórnvalda byggist á er við mat á áhrifum á greiðslubyrði miðað við að meðalvextir verðtryggðra húsnæðislána heimilanna séu 4,5%, að 80% lánanna séu til 40 ára en 20% þeirra til 25 ára og að þau hafi að meðaltali verið tekin árið 2004 (sjá Analytica, 2013). Skuldalækkunarhluti aðgerðarinnar leiðir því til þess að greiðslubyrði heimila léttist um 2½ ma.kr. á þessu ári og um 5-5½ ma.kr. á ári eftir það.

Greiðslubyrði heimila léttist einnig vegna lækkunar skulda í tengslum við séreignarsparnaðarhluta aðgerðarinnar. Hér er gert ráð fyrir að samsetning verðtryggðra húsnæðislána verði sú sama og áður en að auki er áætlað að 11% þeirra lána sem greitt er inn á með séreignarsparnaði séu óverðtryggð með að meðaltali 6,5% vöxtum og 25 ára meðallíftíma (sjá einnig Analytica, 2013). Gert er ráð fyrir að óverðtryggðu lánin séu tekin að meðaltali um mitt ár 2010. Greiðslubyrðin vegna ráðstöfunar á séreignarsparnaði léttist því í skrefum: hún minnkar um 0,2 ma.kr. í ár en er orðin um 5,3 ma.kr. léttari árið 2018. Heildarminnkun greiðslubyrðar vegna aðgerðarinnar eykst því úr 2,7 ma.kr. í ár í 10,8 ma.kr. árið 2018.

Áhrif á ráðstöfunartekjur heimilanna

Léttari greiðslubyrði eykur ráðstöfunartekjur heimilanna sem nemur vaxtaþætti greiðslubyrðarinnar. Talið er að ráðstöfunartekjur aukist um 2 ma.kr. í ár af þess völdum, en að áhrifin fari smám saman vaxandi og verði 8 ma.kr. árið 2018.

Breytingar á meðferð séreignarlífeyrissparnaðar heimila hafa einnig áhrif á ráðstöfunartekjur þeirra þar sem eignum lífeyrissjóða og ávöxtun þeirra er haldið utan við ráðstöfunartekjuuppgjör Hagstof-

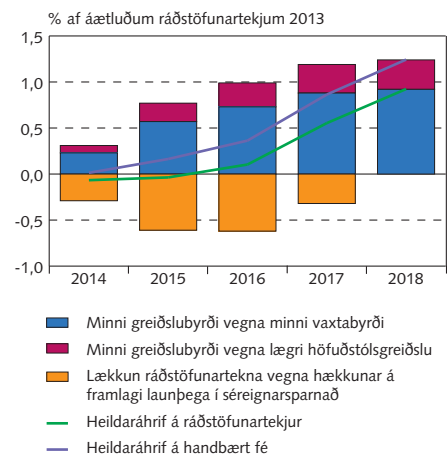
unnar. Ef launamaður ákveður að auka greiðslur í séreignarlífeyrissjóð til að nýta skattaafslátt aðgerðarinnar með greiðslu inn á höfuðstól lána kemur sú greiðsla því til frádráttar við inngreiðslu en þar sem hún er ekki til frjálsrar ráðstöfunar er henni ekki bætt við þegar hún greiðist út. Aukið framlag launafólks í séreignarsparnað verður því til þess að mældar ráðstöfunartekjur lækka sem nemur viðbótarframlaginu.

Við mat á áhrifum séreignarsparnaðarhluta aðgerðarinnar á ráðstöfunartekjur er byggt á þeirri forsendu stjórnvalda að heildarumfang þessa hluta aðgerðarinnar nemi 70 ma.kr. Miðað við að meðalhlu- fall greiðslu í séreignarsparnað þeirra sem í dag skulda húsnæðislán og borga í séreignarsjóð hækki um 1½ prósentu á miðju þessu ári og að aukin þátttaka leiði til um 13 ma.kr. sparnaðar (með móttframlagi launagreiðanda) mun framlag heimilanna til að auka þennan sparnað nema 8 ma.kr. á ársgrundvelli. Þar af eru ríflega 3 ma.kr. niðurfelldir skattar. Mynd 5 sýnir áætluð heildaráhrif aðgerðarinnar á ráðstöfunartekjur eins og þær eru mældar í ráðstöfunaruppgjöri Hagstofunnar. Áhrifin eru lítil sem engin framan af, þar sem aukið framlag í lífeyrisparnað vegur upp léttari vaxtabyrði lána. Frá árinu 2017 eru áhrifin meiri, en þá fara saman vaxandi áhrif léttari vaxtabyrði og minnkandi áhrif aukins framlags í séreignarsparnað. eru áhrif aukins framlags í séreignarsparnað horfin árið 2018 þegar ráðstöfunartekjur hafa hækkað um sem nemur 1% af áætluðum tekjum ársins 2013. Myndin sýnir einnig áhrif aðgerðarinnar á „handbært fé“ heimilanna en þar bætast við áhrif minni afborgana af lánum á fjárhag þeirra. Áhrifin á handbært fé eru því heldur meiri en áhrifin á mældar ráðstöfunartekjur.

Við mat á beinum áhrifum breytingar ráðstöfunartekna á einkaneysluáform heimila þarf að hafa í huga að áhrifin á ráðstöfunartekjur fela að hluta í sér aukinn hvata til ákveðinnar tegundar sparnaðar sem mælist til frádráttar á ráðstöfunartekjum. Ekki er víst að sá hvati leiði til þess að hreinn sparnaður heimila aukist þar sem þau geta dregið úr öðrum sparnaði á móti. Því gætu beinu ráðstöfunartekjuáhrifin vanmetið áhrif aðgerðarinnar á útgjaldaáform heimilanna, sérstaklega framan af.

Að einhverju leyti munu hin endanlegu áhrif ráðast af stöðu þeirra heimila sem njóta skuldalækkunarinnar. Ekki liggja fyrir nægilega góðar upplýsingar um það hvernig áhrif aðgerðarinnar dreifast á heimilun eftir tekjum þeirra og eignum. Þó virðist ljóst að nokkur hluti niðurgreiðslunnar mun fara til heimila sem standa ágætlega fjárhagslega, hafa greiðan aðgang að lánsfé og geta boðið traust veð. Þessi heimili eru því óháðari breytingum á tekjum og handbæru fé á hverjum tíma en þau heimili sem skulda mjög mikið (sjá t.d. niðurstöður rannsóknar Þorvarðar Tjörva Ólafssonar og Karenar Á. Vignisdóttur, 2012). Fjárhæðartakmörk séreignarsparnaðarhluta aðgerðarinnar eru einnig þess eðlis að heimili þurfa að auka séreignarsparnað mismikið til þess að fullnýta skattahagræðið sem þeim stendur til boða í þessari leið. Þessu til viðbótar eru vísbendingar um að heimili hafi beðið með ýmis neysluútgjöld, sérstaklega tengd stærri útgjöldum, á meðan óvissa var um boðaðar aðgerðir stjórnvalda til lækkunar húsnæðisskulda. Nú þegar þessar aðgerðir liggja fyrir og óvissa um efnahagsreikninga heimila hefur minnkað, má ætla að einhver hluti heimila ráðist í neysluútgjöld sem beðið hafði verið með. Það kæmi fram í uppsöfnuðum áhrifum á

Mynd 5
Áhrif skuldalækkunaraðgerða á ráðstöfunartekjur og handbært fé heimilanna



Heimildir: Analytica (2013), Forsætisráðuneytið (2013), Seðlabanki Íslands.

einkaneyslu en einnig í því að heimili dragi úr öðrum sparnaði á móti auknum séreignarsparnaði. Við mat á beinum tekjuáhrifum skuldaaðgerðarinnar á einkaneyslu er því gert ráð fyrir að heimilin muni jafna neysluákvörðunum í meira mæli yfir tíma og auka einkaneyslu heldur meira en sem nemur tekjuáhrifunum framan af en að aukning einkaneyslu verði að sama skapi heldur minni en tekjuaukningin gefur tilefni til að áætla á seinni hluta tímabilsins.

Mikil óvissa er um hve mikil þessi beinu tekjuáhrif eru og munu endanleg áhrif m.a. ráðast af því hve mikið þátttaka í séreignarsparnaði eykst. Eins og áður hefur komið fram er misræmi í skýrslu stjórnvalda (forsætisráðuneytið, 2013) um hve mikið skuldir gætu lækkað vegna þessa hluta aðgerðarinnar. Við mat á tekjuáhrifum aukinnar þátttöku í séreignarsparnaði hefur verið miðað við að lækkunin muni nema 70 ma.kr. en á bls. 45-46 í skýrslu stjórnvalda er vísað í að breytt sparnaðarmynstur gæti leitt til 82 ma.kr. lækkunar skulda. Við mat á efri mörkum tekjuáhrifanna er því miðað við þessa tölu. Áhrifin gætu einnig orðið minni, m.a. vegna þess að færri heimili kynnu að sjá sér fært að nýta þetta úrræði en gert er ráð fyrir í útreikningum stjórnvalda vegna 500 þ.kr. þaksins. Erfitt er að leggja mat á stærð þessara áhrifa án ítarlegrar skoðunar á tekjudreifingu þátttakanda í úrræðinu en við mat á neðri mörkunum er hér einfaldlega gert ráð fyrir að þau séu samhverf við efri mörkin, þ.e. að umfang þeirra nemi 58 ma.kr.

Samspil bankaskatts og virks peningamagns í umferð

Eins og fyrr hefur verið rakið er áætlað að fjármagna skuldalækkunina með skatti á fjármálafyrirtæki og bú fallinna fjármálafyrirtækja. Af þeim 92 ma.kr. sem nota á af bankaskattinum til fjármögnunar á skuldaaðgerðinni er áætlað að um 70 ma.kr. (um 17,6 ma.kr. á ári) komi frá föllnum fjármálafyrirtækjum. Ætla má að bú þeirra muni eftir því sem hægt er nota innstæður sínar í íslenskum krónum í innlendum lánastofnunum til að fullnusta þessar skattagreiðslur. Hér þarf hins vegar að hafa í huga að innstæðurnar eru nú að hluta með fulla bindingu samkvæmt lausafjárreglum Seðlabankans og nýtast því ekki innlendum lánastofnunum til útlána með sama hætti og aðrar innstæður. Með því að nota þessar innstæður til að greiða skattinn gæti því hluti þessara innstæðna „virkjast“ sem nýtt peningamagn í umferð þar sem ríkið notar þessa fjármuni til að greiða niður húsnæðislán í starfandi fjármálafyrirtækjum. Almennigur mun hins vegar ekki vilja halda þessu aukna peningamagn í umferð nema fórnarkostnaður peninga minnki, þ.e. markaðsvextir lækki. Efnahagsleg áhrif þessarar virkjunar nýs peningamagns er því hægt að meta með því að reyna að leggja mat á hversu mikil vaxtalækkun samsvarar þessari aukningu peningamagnsins.

Samkvæmt könnun Seðlabankans á stöðu innlána búa fallinna fjármálafyrirtækja og hversu mikið af þeim er bundið má ætla að af þeim hluta bankaskattsins sem verja á til fjármögnunar á skuldalækkuninni muni um 41 ma.kr. af nýju peningamagn í umferð virkjast yfir fjögurra ára tímabil. Þar sem peningamagn í umferð (M3) er nú um 1.600 ma.kr., samsvarar þetta um 2½% aukningu peningamagns. Samkvæmt peningaeftirspurnarjöfnu þjóðhagslíkans Seðlabankans má ætla að án sérstakra viðbragða peningastefnunnar samsvari þessi

aukning M3 um 0,23 prósentna lækkun markaðsvaxta á tímabilinu.⁸ Samkvæmt einkaneyslujöfnu þjóðhagslíkansins ætti þessi vaxtalækkun að auka einkaneyslu að öðru óbreyttu um ¼ úr prósentu. Innstæður búanna sem eru með fulla bindingu duga þó eingöngu fyrir skattinum fyrstu árin og því eru áhrifin á laust fé í umferð tiltölulega framhlaðin, eins og sjá má á mynd 6.

Við mat á efri og neðri mörkum þessara lausafjórðringa er horft til staðalfráviks stikamats vaxtaáhrifa í peningaeftirspurnarjöfnu þjóðhagslíkansins. Samkvæmt því nema efri mörk lausafjórðringanna 0,37 prósentna lækkun en neðri mörkin 0,17 prósentna lækkun vaxta. Stærð þeirra er hins vegar háð töluverðri óvissu, m.a. vegna óvissu um hve rúm útlánageta lánastofnana er nú þegar.

Áhrif á launakostnað atvinnurekenda

Við það að fleira launafólk leggur hluta launa sinna í séreignarsparnað hækkar mótframlag launagreiðenda. Miðað við fyrrgreindar forsendur um aukna þátttöku í séreignarsparnaði má ætla að aukið mótframlag hækki heildarlaunakostnað fyrirtækja um 1,3 ma.kr. á ári í þrjú ár eða sem svarar 0,2% af heildarlaunakostnaði. Launakostnaður á framleidda einingu hækkar því sem þessu nemur og ætti að auka verðbólgu lítillega að öðru óbreyttu. Fyrirtæki gætu þó einnig brugðist við hærri launakostnaði með því að hægja á ráðningum sem vege myndu á mótí áhrifum á eftirspurn og verðbólgu.⁹ Gert er ráð fyrir að efri og neðri mörk þessara áhrif liggi á bilinu 0,16-0,23% miðað við mismunandi forsendur um áhrif aðgerðarinnar á þátttöku launafólks í séreignarsparnaði.

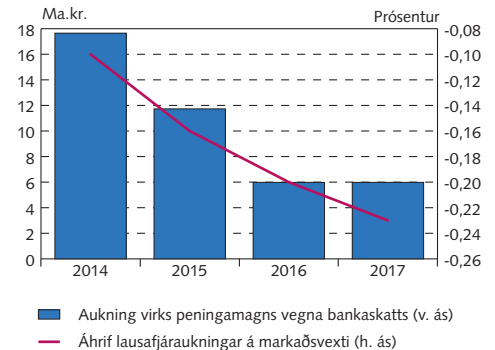
Efnahagsleg áhrif aðgerðarinnar: heildaráhrif

Mynd 7 sýnir mat á heildaráhrifum skuldalækkunaraðgerðarinnar á innlenda eftirspurn (einkaneyslu, fjárfestingu og þjóðarútgjöld), hagvöxt og framleiðsluspennu. Einnig eru sýnd áhrif á viðskiptajöfnuð, gengi krónunnar og verðbólgu. Loks eru sýnd áhrif aðgerðarinnar á vexti Seðlabankans, en áhrifin á þjóðarbúskapinn byggjast á þeirri forsendu að vextir bankans bregðist við í samræmi við peningastefnu-reglu þjóðhagslíkansins.¹⁰ Án þessara viðbragða yrðu áhrifin á eftirspurn og verðbólgu enn meiri. Til að draga fram þá óvissu sem ríkir um áhrif aðgerðarinnar sýna myndirnar þrjú dæmi, þ.e. það dæmi sem talið er líklegast, auk bils tveggja fráviksdæma þar sem gert er ráð fyrir meiri og minni áhrifum af aðgerðinni. Myndirnar sýna í öllum tilvikum frávik frá grunddæmi án skuldalækkunaraðgerðar stjórnvalda.

Eins og sjá má á mynd 7-a er talið að skuldalækkunaraðgerðin muni valda því að einkaneysla aukist töluvert hraðar á næstu árum

Mynd 6

Áhrif skuldalækkunaraðgerða á laust fé í umferð og langtíma markaðsvexti



Heimild: Seðlabanki Íslands.

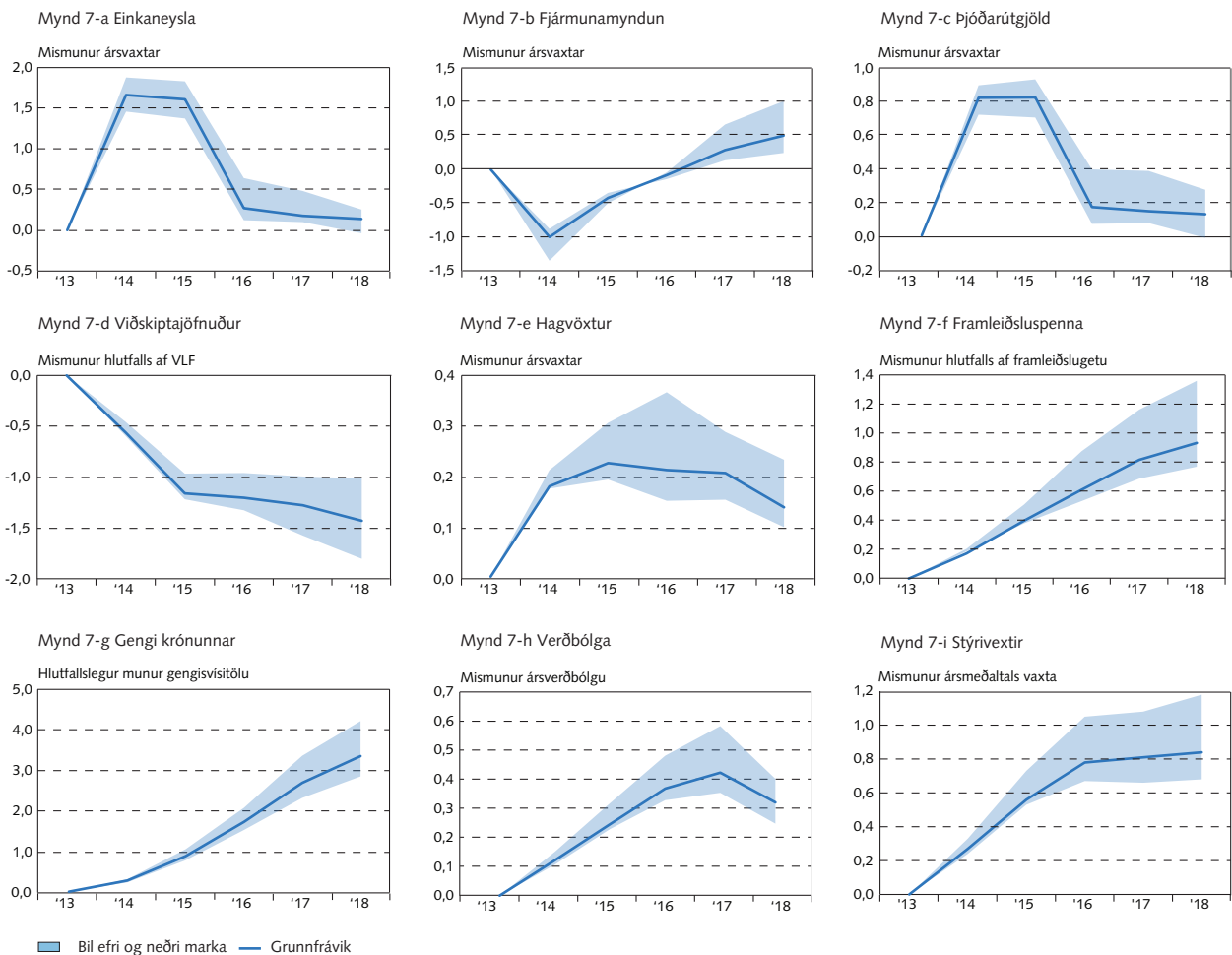
8. Sjá Ásgeir Daniélsson o.fl. (2009). Notast er við langtímafjárnvægi uppfærðs mats peningaeftirspurnarjöfnunnar sem er hluti af útgáfu 3,0 af þjóðhagslíkaninu sem gefin verður út fljótlega.

9. Vinnuframboð gæti einnig aukist ef fleiri fara á vinnumarkað til að nýta sér tímabundið skattahagræði séreignarsparnaðar. Erfitt er að leggja mat á mögulega stærðargráðu þessara áhrifa en lág fjárhæð skattahagræðisins gefur þó varla tilefni til að ætla að þessi áhrif séu stórvægileg.

10. Peningastefnu-regla þjóðhagslíkansins er einföld, framsýn Taylor-regla þar sem vextir bankans ráðast af væntri þróun verðbólgu og framleiðsluspennu, auk þess sem sögulegir vextir vege nokkuð þungt og endurspeglu hefðbundna tregðu í vaxtabreytingum seðlabanka. Rétt er að hafa í huga að í huga að mati á áhrifum skuldalækkunarinnar er ekki gert ráð fyrir að þau hafi áhrif á verðbólguvæntingar til mjög langs tíma (sem ráðast af verðbólgu markmiði bankans).

en í grunddæminu. Samkvæmt líklegasta dæminu er talið að vöxtur einkaneyslu verði riflega 1½ prósentu meiri á þessu og næsta ári en að síðan dragi smám saman úr áhrifunum.¹¹ Þegar áhrif aðgerðarinnar eru að fullu komin fram er talið að einkaneyslan verði tæplega 4% meiri en í grunddæminu. Mynd 7-b sýnir áhrifin á fjármunamyndun. Til að byrja með vex fjárfesting hægar en í grunddæminu vegna hækkunar vaxta sem fylgja aðgerðinni (sjá síðar). Hún vex um 1 prósentu hægar á þessu ári og um ½ prósentu hægar árið 2015. Neikvæðu áhrifin á fjárfestingu ná hámarki árið 2016 þegar fjárfestingarstigið er um 1½% lægra en í grunddæminu. Frá árinu 2017 vex fjárfestingin hins vegar hraðar en í grunddæminu þar sem áhrif kröftugri efnahagssumsvifa vege þyngra en neikvæð áhrif hærri vaxta. Þrátt fyrir hægari vöxt fjárfestingar veldur skuldaaðgerðin því að þjódarútgjöld vaxa hraðar en í grunddæminu (mynd 7-c). Þau vaxa um 0,8 prósentu hraðar á þessu og næsta ári en síðan dregur smám saman úr þeim í takt við þróun einkaneyslu. Þegar áhrifin eru að fullu komin fram eru þjódarútgjöld um 2% meiri en í grunddæminu.

Mynd 7
Áhrif skuldaaðgerða á ýmsar efnahagsstærðir 2014-2018
Frávik frá grunnspá (prósentur)



Heimild: Seðlabanki Íslands.

11. Rétt er að hafa í huga að myndirnar sýna frávik ársmeðaltala frá grunddæminu. Innan ársins geta áhrifin á einstaka stærðir því verið meiri en lesa má út úr myndunum.

Aukinni innlendri eftirspurn fylgir kröftugri vöxtur innflutnings sem hefur í för með sér að minni afgangur verður á viðskiptajöfnuði, eins og sést á mynd 7-d. Miðað við líklegasta fráviksdæmið verður jöfnuður þessa árs um ½ prósentu af landsframléiðslu minni en í grunnæminu og um 1,2-1,4 prósentum minni á næstu árum. Þjóðhagslegur sparnaður, sem er jafn fjárfestingu að viðbættum viðskiptajöfnuði, minnkar því um tæplega 2 prósentur af landsframléiðslu í kjölfar aðgerðarinnar.

Tiltölulega stór hluti áhrifanna á innlenda eftirspurn mun því beinast að innflutningi sem gerir það að verkum að eftirspurnaraukinn „lekur“ að stórum hluta út úr þjóðarþúinu. Áhrifin á innlent framléiðslustig eru því minni en áhrifin á innlenda eftirspurn. Samkvæmt líklegasta fráviksdæminu er talið að hagvöxtur verði um 0,2 prósentum meiri á ári á tímabilinu (mynd 7-e). Þegar áhrifin hafa að fullu komið fram er landsframléiðslan því um 1% meiri en í grunnæminu. Meiri hagvöxtur kemur síðan fram í því að slakinn í þjóðarþúinu verður minni en ella og er framléiðsluspennan orðin um 1 prósentu meiri en í grunnæminu árið 2018 (mynd 7-f).

Aukinn innflutningur í kjölfar skuldalækkunarinnar og minni afgangur af viðskiptum við útlönd skapar að öðru óbreyttu þrýsting á gengi krónunnar til lækkunar. Á móti vegur hækkun innlendra vaxta sem að öðru óbreyttu styður við gengi krónunnar, þótt tilvist fjármagnshafta veiki hugsanlega þann farveg peningastefnunnar. Eins og sést á mynd 7-g er gengi krónunnar orðið um 1% lægra en í grunnæminu árið 2015 og ríflega 3% lægra árið 2018.

Kröftugri innlend eftirspurn leiðir til þess að innlendir verðbólguþrýstingur verður meiri í kjölfar aðgerðarinnar. Áhrifin á verðbólgu eru meiri en ella þar sem aðgerðin kemur til framkvæmda þegar slakinn er nánast horfinn úr þjóðarþúinu og þá er meiri hætta á að aukin efnahagssumsvif komi í meira mæli fram í verðbólgu. Þá verða verðbólguáhrifin meiri en ella þar sem aðgerðinni fylgir aukinn þrýstingur á gengi krónunnar. Þessu til viðbótar hækkar launakostnaður á framleidda einingu sem leiðir til aukinnar verðbólgu að öðru óbreyttu. Miðað við líklegasta fráviksdæmið verða áhrifin á verðbólgu tiltölulega lítil í ár en á næsta ári verður verðbólga um 0,2 prósentum meiri en í grunnæminu. Verðbólguáhrifin aukast enn frekar árin þar á eftir og ná hámarki á árunum 2016-2017 þegar ársverðbólga er um 0,4 prósentum meiri en í grunnæminu (mynd 7-h).

Eins og áður sagði er gert ráð fyrir að vextir Seðlabankans hækki í samræmi við peningastefnureglu líkansins. Það vegur að einhverju leyti á móti áhrifum þessarar aðgerðar á efnahagssumsvif, gengi krónunnar og verðbólgu. Að öðru óbreyttu hægja hærri vextir á vexti innlendar eftirspurnar (einkaneyslu og fjárfestingar) og draga þannig úr framléiðsluspennunni sem myndast vegna aðgerðarinnar. Hærri vextir styðja jafnframt í einhverjum mæli við gengi krónunnar og báðir þessir þættir draga úr verðbólguþrýstingi vegna aðgerðarinnar. Samkvæmt líklegasta fráviksdæminu verða vextir Seðlabankans um 0,3 prósentum hærri í ár en í grunnæminu og um 0,6 prósentum hærri á næsta ári (mynd 7-i). Árið 2016 eru vextir orðnir tæplega 1 prósentu hærri en í grunnæminu og helst sá munur áfram út árið 2018.

Samantekt

Í lok nóvember á síðasta ári skilaði sérfræðingahópur tillögu að útfærslu skuldalækkunaraðgerðar stjórnvalda. Gert er ráð fyrir að aðgerðin nái yfir fjögurra ára tímabil og er áætlað að með öllu sé umfang hennar um 150 ma.kr. eða sem nemur 8½% af áætlaðri landsframleiðslu ársins 2013.

Fyrirséð er að aðgerðin mun hafa nokkur áhrif á efnahagslega stöðu heimila og þar með á útgjaldaákvæðanir þeirra, innlenda eftirspurn og þjóðarbúskapinn í heild. Að öllu samanlögðu er talið að aðgerðin muni valda því að vöxtur einkaneyslu verður ríflega 1½ prósentu meiri en ella á þessu og næsta ári. Aukningin mun að hluta ryðja út fjárfestingu, sem dregst saman í samanburði við grunnðæmið á sama tíma. Þjóðarútgjöld í heild vaxa þó hraðar en í grunnðæminu en samsetning vaxtarins verður með öðrum hætti, þ.e. hlutur einkaneyslu verður meiri en hlutur fjárfestingar minni. Innflutningur eykst einnig og viðskiptajöfnuður verður því um 1-1½ prósentu af landsframleiðslu lakari en í grunnðæminu og hagvaxtaráhrif aðgerðarinnar minni en áhrifin á innlenda eftirspurn. Talið er að hagvöxtur verði um 0,2 prósentum meiri á ári. Samsetning hagvaxtarins verður hins vegar ekki eins hagfelld og í grunnðæminu því að hlutur innlendra eftirspurnar verður meiri og framlag utanríkisviðskipta minna. Aðgerðin hefur einnig í för með sér að þjóðhagslegur sparnaður minnkar. Vegna þess að framleiðslugeta þjóðarþúsins vex ekki til jafns við eftirspurn, endurspeglast aukinn hagvöxtur í meiri framleiðsluspennu en í grunnðæminu. Óhagstæðari viðskiptajöfnuður mun einnig setja aukinn þrýsting á gengi krónunnar, sem áætlað er að verði orðið um 1% lægra en í grunnðæminu á næsta ári og ríflega 3% veikara árið 2018. Meiri framleiðsluspenna og lægra gengi krónunnar auka síðan á verðbólgu sem talið er að verði um 0,2 prósentum meiri en í grunnðæminu á næsta ári og um 0,4 prósentum meiri á ári næstu tvö ár þar á eftir. Að hluta til birtast áhrif skuldalækkunaraðgerðarinnar í hærri vöxtum. Samkvæmt peningastefnureglu þjóðhagslíkans Seðlabankans verða vextir bankans um 0,3 prósentum hærri en í grunnðæminu í ár, um 0,6 prósentum hærri á næsta ári og frá árinu 2016 eru þeir tæplega 1 prósentu hærri. Hærri vextir vega því á móti áhrifum skuldalækkunaraðgerðarinnar á innlenda eftirspurn, gengi krónunnar og verðbólgu.

Að lokum er rétt að ítreka að óhjákvæmilega er mikil óvissa um heildaráhrif skuldalækkunarinnar, sérstaklega þar sem fá fordæmi eru um álíka aðgerð. Erfitt er að meta hvernig heimilin muni bregðast við og gætu þau bæði lagt meira af búbotinni til hliðar en hér er gert ráð fyrir eða aukið neysluútgjöld enn frekar. Áhrifin á innlenda eftirspurn munu einnig ráðast af því hvernig þátttaka launafólks í séreignarsparnaðarleiðinni breytist. Hagvaxtaráhrifin munu að sama skapi ráðast af því hve mikið af aukinni eftirspurn beinist að innfluttri vöru og þjónustu og hve mikið mun beinast að innlendum framleiðsluþáttum. Samsetning efnahagsbatans mun einnig hafa áhrif á gengi krónunnar en gengisþróunin mun einnig ráðast af áhrifum aðgerðarinnar á trúverðugleika innlendra eftirspurnarstjórnar. Það sama má segja um áhrif aðgerðarinnar á verðbólgu. Verðbólguáhrifin munu einnig ráðast af því hvort og hve mikill slaki er til staðar í þjóðarbúskapnum þegar eftirspurnaráhrifin koma fram, hver viðbrögð peningastefnunnar við aðgerðinni verða og

hversu trúverðug þau verða talin. Til að endurspegla þessa óvissu eru sýnd tvö fráviksdæmi með meiri og minni áhrifum en í megindæminu. Samkvæmt því virðist heldur líklegra að áhrifin verði meiri en hér hefur verið rakið en að þau verði minni. Óvissan er hins vegar líklega meiri en bil þessara tveggja dæma gefur til kynna þar sem óvissubilið tekur ekki tillit til óvissu tengdri þjóðhagslíkaninu sjálfu og hversu vel það nær utan um áhrif eins umfangsmikillar aðgerðar og þessarar. Að lokum er rétt að hafa í huga að við mat á áhrifum skuldaaðgerðanna er ekki tekið tillit til hugsanlegra aðgerða stjórnvalda til að milda neikvæð áhrif aðgerðarinnar en allar mótvægisáðgerðir stjórnvalda til að draga úr eftirspurnaráhrifum skuldalækkunarinnar myndu að öðru óbreyttu draga úr verðbólguþrýstingi af þeirra völdum og þörf fyrir viðbrögð peningastefnunnar. Í því samhengi er rétt að hafa í huga að peningastefnuviðbrögðin sem hér er lýst þurfa ekki endilega að endurspegla skoðun peningastefnunefndar Seðlabankans á því hvernig best er að beita peningastefnunni til að bregðast við áhrifum aðgerðanna. Peningastefnan er alltaf mótuð á grundvelli heildarmats á ástandi og horfum í efnahagsmálum hverju sinni. Áhrif skuldalækkunaraðgerða verða aðeins hluti af þeirri mynd og ekki auðgreinanleg frá öðrum áhrifum. Það að þessi greining sýni að skuldalækkunaraðgerðirnar leiði til þess að vextir verða um hríð hærrí en ella gefur því rökrænt séð enga vissu fyrir því í hvora áttina og hve mikið vextir breytast á hverjum tíma.

Heimildir

- Analytica (2013), „Þjóðhagsleg áhrif tillagna um aðgerðir til leiðréttingar verðtryggðra húsnæðislána“. Analytica, nóvember 2013.
- Ásgeir Danielsson, Magnús F. Guðmundsson, Svava J. Haraldsdóttir, Þorvarður Tjörvi Ólafsson, Ásgerður Ó. Pétursdóttir, Þórarinn G. Pétursson og Rósa Sveinsdóttir (2009), „A quarterly macroeconomic model of the Icelandic Economy“. Seðlabanki Íslands *Working Paper* nr. 41.
- Carroll, C. D., M. Otsuka og J. Slacalek (2011), „How large are the housing and financial wealth effects? A new approach“. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 43, 55-79.
- Davis, M., og M. Palumbo (2001), „A primer on the economics and time series econometrics of wealth effects“. Federal Reserve Board *Finance and Economics Discussion Papers*, nr. 2001-09.
- Forsætisráðuneytið (2013), „Höfuðstólslækkun húsnæðislána“. Forsætisráðuneytið, nóvember 2013.
- Friedman, M., (1957), „The permanent income hypothesis“. Í bókinni *A Theory of the Consumption Function*, ritstjóri M. Friedman. Princeton University Press.
- Gilchrist, S., og E. Zakrajsek (2013), „Credit supply shocks and economic activity in a financial accelerator model“. Í bókinni *Rethinking the Financial Crisis*, ritstjórar A. S. Blinder, A. W. Lo og R. M. Solow. Russel Sage Foundation.
- Sousa, R. M., (2009), „Wealth effects on consumption: Evidence from the Euro Area“. European Central Bank *Working Paper Series* nr. 1050.
- Þorvarður Tjörvi Ólafsson og Karen Á. Vignisdóttir (2012), „Households' position in the financial crisis in Iceland“. Seðlabanki Íslands *Working Paper* nr. 59.

Viðauki 3

Greinargerð til ríkisstjórnar um verðbólgu umfram frávíksmörk, 7. janúar 2014

Samkvæmt mælingu Hagstofu Íslands, sem birt var 20. desember sl., var tólf mánaða verðbólga miðað við vísitölu neysluverðs 4,2%. Mæld verðbólga fór því út fyrir efri frávíksmörk verðból gumarkmiðs sem eru 4%. Samkvæmt sameiginlegri yfirlýsingu ríkisstjórnar og Seðlabanka Íslands um verðból gumarkmið frá 27. mars 2001 ber Seðlabankanum að senda ríkisstjórninni greinargerð við þær aðstæður, eins og nánar er gerð grein fyrir í fyrri greinargerðum bankans af þessu tilefni (sjá t.d. síðustu greinargerð frá 12. september 2013 og áður nefnda yfirlýsingu frá árinu 2001).

Tekið hefur verið mið af spá Seðlabanka Íslands frá nóvember síðastliðnum á tveimur síðustu fundum peningastefnufundar. Sú spá benti til þess að verðbólga gæti farið tímabundið yfir 4%. Nýgerðir kjarasamningar og styrking krónunnar síðustu vikur auka líkur á að verðbólga á fyrstu mánuðum ársins minnki hratt á ný svipað og bankinn spáði í nóvember. Það er því ekki ástæða til ítarlegri greinargerðar að þessu sinni umfram það sem fram kemur í þessu bréfi hér á eftir. Bréfið verður birt á heimasíðu Seðlabanka Íslands fyrir opnun markaða á morgun, þriðjudaginn 7. janúar 2014.

Aukna verðbólgu í desember má einkum rekja til hækkunar húsnæðiskostnaðar en án húsnæðiskostnaðar hefur vísitala neysluverðs hækkað um 3,3% undanfarna tólf mánuði. Þó hefur verðlag þjónustu einnig hækkað umtalsvert umfram annað verðlag en á móti vegur að verðlag innfluttrar vöru hefur einungis hækkað um 1,2% á sama tíma, eða 0,6% ef áfengi og tóbak eru undanskilin.

Verðbólga á fjórða ársfjórðungi 2013 mældist 3,8%, eða jafnmikil og Seðlabankinn spáði í *Peningamálum* 2013/4 sem birtust snemma í nóvember. Samkvæmt þeirri spá mun verðbólga hjaðna í 3,3% þegar á fyrsta fjórðungi þess árs sem nú er nýhafið. Frá því að sú spá var gerð hefur gengi krónunnar styrkst og var í lok síðasta árs 2½% sterkara en miðað var við í spánni. Þá benda nýgerðir kjarasamningar til þess að launakostnaður á framleidda einingu gæti aukist eitthvað minna á þessu ári en reiknað var með í spá bankans en það er þó háð því að launaskrið haldist innan hóflegra marka. Á móti kemur að aðgerðir til að lækka skuldir heimila gætu aukið verðbólgu en þau áhrif koma fram yfir lengra tímabil og munu vart hafa nein teljandi áhrif á verðbólgu næstu mánaða. Á heildina litið eru því töluverðar líkur á því að verðbólga minnki hratt á næstunni og að tímabil verðbólgu ofan frávíksmarka verði afar stutt að þessu sinni.

Samkvæmt spá bankans frá því í nóvember mun verðbólga þó minnka tiltölulega hægt í átt að verðból gumarkmiði eftir nokkuð hraða hjöðnun á næstu mánuðum. Í verðból guspá sem Seðlabankinn mun birta 12. febrúar nk. verður lagt mat á í hve ríkum mæli kjarasamningar, nýleg gengispróun, aðgerðir í skuldamálum og aðrir þættir breyta þessum horfum.

Í yfirlýsingu peningastefnunefndar í desember síðastliðnum segir: „Kröftugri efnahagsbati og ofangreindar aðgerðir stjórnvalda munu að öðru óbreyttu krefjast þess að taumhald peningastefnunnar verði hert hraðar en áður hafði verið búist við. Að hve miklu leyti aðlögunin á sér stað með breytingum nafnvaxta Seðlabankans fer eftir framvindu verðbólgunnar, sem ræðst að miklu leyti af þróun launa og gengis-hreyfingum krónunnar.“

Mæling vísitölu neysluverðs í desember breytir engu um þetta af þeim ástæðum sem hér hafa verið nefndar. Næsta yfirlýsing peninga-stefnunefndar verður birt þann 12. febrúar og þá mun koma fram hvaða áhrif nýleg gengisþróun, kjarasamningar og aðgerðir í skuldamállum munu hafa á stefnuna í peningamálum.

